VYSOKÁ ŠKOLA EKONOMICKÁ V PRAZE
FAKULTA MEZINÁRODNÍCH VZTAHŮ
Hlavní specializace: Komerční právo



Název diplomové práce:

PRIVATE EQUITY A VEŘEJNÉ EMISE AKCIÍ A DLUHOPISŮ JAKO ZDROJ FINANCOVÁNÍ PODNIKU

Vypracoval: Jindřich Slabý
Vedoucí diplomové práce: JUDr. Radim Kříž

Prohlášení

Prohlašuji, že diplomovou práci na téma

„Private Equity a veřejné emise akcií a dluhopisů jako zdroj financování podniku“

jsem vypracoval samostatně. Použitou literaturu a podkladové materiály uvádím v přiloženém seznamu literatury.

V Praze dne 15. prosince 2008 Podpis

Poděkování

Rád bych na tomto místě poděkoval panu JUDr. Radimu Křížovi za vedení mé diplomové práce a panu ing. Petru Nechvátalovi za cenné odborné konzultace.

OBSAH

OBSAH **4**

SEZNAM ZKRATEK **6**

ÚVOD **7**

1 VYMEZENÍ A VÝKLAD POJMŮ PRIVATE EQUITY A VEŘEJNÉ EMISE AKCIÍ A DLUHOPISŮ **10**

1.1 ZDROJE FINANCOVÁNÍ A PŘEHLED ROZDĚLENÍ TĚCHTO ZDROJŮ 10
1.2 PRIVATE EQUITY, VENTURE CAPITAL A BUYOUT 11
1.3 VEŘEJNÁ EMISE AKCIÍ 13
1.3.1 Emise akcií *13*
1.4 VEŘEJNÁ EMISE DLUHOPISŮ 14
1.5 KAPITÁLOVÝ TRH V ČR 15
1.5.1 Finanční a kapitálové trhy *15*
1.5.2 Právní úprava kapitálového trhu v ČR *19*
1.5.3 Charakteristika kapitálového trhu v ČR *21*

2 PRIVATE EQUITY A JEHO VÝZNAM V PODMÍNKÁCH ČESKÉHO PODNIKATELSKÉHO PROSTŘEDÍ **31**

2.1 ROZDĚLENÍ TYPŮ INVESTIC V RÁMCI PRIVATE EQUITY 31
2.1.1 Business angels (obchodní andělé) *31*
2.1.2 Venture capital *32*
2.1.3 Transakční financování (transaction capital) *33*
2.2 PROCES FINANCOVÁNÍ PRIVATE EQUITY 34
2.3 PŘÍNOSY A NEGATIVA FINANCOVÁNÍ PROSTŘEDNICTVÍM PRIVATE EQUITY V ČR V RŮZNÝCH FÁZÍCH ŽIVOTNÍHO CYKLU PODNIKU 39
2.3.1 Vývoj a stav segmentu Private Equity v ČR *39*
2.3.2 Využití různých typů Private Equity pro financování podniku *43*
2.4 MOŽNÁ OPATŘENÍ PRO ZLEPŠENÍ SITUACE V SEGMENTU PRIVATE EQUITY V ČESKÉM EKONOMICKÉM PROSTORU 45
2.4.1 Opatření na straně potenciálních příjemců investic Private Equity *45*
2.4.2 Opatření na straně veřejného sektoru *46*

3 VEŘEJNÁ EMISE AKCIÍ V PODMÍNKÁCH ČESKÉHO KAPITÁLOVÉHO TRHU **52**

3.1 ROZDĚLENÍ VEŘEJNÝCH EMISÍ AKCIÍ 52
3.2 PRÁVNÍ ÚPRAVA A PRŮBĚH VEŘEJNÝCH EMISÍ AKCIÍ 52
3.2.1 Proces přípravy a realizace IPO *53*
3.3 POZITIVA A NEGATIVA EMISE AKCIÍ A MOŽNOSTI JEJÍHO VYUŽITÍ PRO FINANCOVÁNÍ ČINNOSTI A ROZVOJE PODNIKU 58
3.4 STAV SEGMENTU VEŘEJNÝCH EMISÍ AKCIÍ V RÁMCI ČESKÉHO KAPITÁLOVÉHO TRHU 60

4 VEŘEJNÁ EMISE DLUHOPISŮ V PODMÍNKÁCH KAPITÁLOVÉHO TRHU V ČR **61**

4.1 PRÁVNÍ ÚPRAVA A PRŮBĚH VEŘEJNÝCH EMISÍ DLUHOPISŮ 61
4.1.1 Právní úprava veřejných emisí dluhopisů *61*
4.1.2 Průběh veřejných emisí dluhopisů *61*
4.1.3 Stanovení kupónové sazby *68*
4.2 STAV SEGMENTU VEŘEJNÝCH EMISÍ DLUHOPISŮ 70

ZÁVĚR **71**

SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY **74**

KNIHY 74
INTERNETOVÉ ZDROJE 74

OSTATNÍ ZDROJE 76
SEZNAM OBRÁZKŮ, TABULEK A OSTATNÍCH OBJEKTŮ 77
SEZNAM OBRÁZKŮ 77
SEZNAM TABULEK 77
SEZNAMY OSTATNÍCH OBJEKTŮ 77
SEZNAM PŘÍLOH 77
PŘÍLOHY 78

SEZNAM ZKRATEK

BCPP.....Burza cenných papírů Praha
BIMBO .....Management buy-in-byu-out
BVCA .....The British Private Equity and Venture Capital Association
CIP .....Rámcový program pro konkurenceschopnost a inovace
CVCA .....Czech Private Equity and Venture Capital Association
ČEZ.....České energetické závody
ČNB .....Česká národní banka
ČR.....Česká republika
ČSFR.....Česká a Slovenská federativní republika
ČSOB .....Československá obchodní banka
ECM.....ECM Real Estate Investments A.G.
ES/EU .....Evropská Společenství/Evropská unie
EVCA.....European Private Equity and Venture Capital Association
FESE .....Federation of European Securities Exchange
HDP .....hrubý domácí produkt
IBO.....Institutional Buyout
IPO.....Initital Public Offering
IRR.....Internal Revenue Rate
KBC PE.....KBC Private Equity Advisory Services s.r.o.
Kč.....koruna česká
LBO .....Leveraged Buyout
LMBO.....Large MBO
MBI.....Management Buy-in
MBO .....Management Buyout
MiFID .....Markets in Financial Instruments
MPO ČR .....Ministerstvo průmyslu a obchodu České republiky
NASDAQ.....National Associaton of Securities Dealers Automated Quotations
NWR.....New World Resources
NYSE.....New York Stock Exchange
OECD.....Organisation for Economic Co-operation and Development
OPPI.....Operační program Podnikání a inovace
OTC .....Over-the-counter
PR.....Public Relations
PRIBID .....Prague Interbank Bid Rate
PRIBOR.....Prague InterBank Offered Rate
PX .....Prague Exchange (burzovní index BCPP)
RM-S.....RM-Systém
SEC .....US Securities and Exchange Commission
SEO.....Season Equity Offering
SPAD .....Systém pro Podporu trhu Akcií a Dluhopisů
USA .....The United States of America
VGP .....VGP NV

ÚVOD

Obsahem této diplomové práce je, jak už název napovídá, problematika Private Equity a veřejných emisí akcií a dluhopisů jako zdrojů financování podniků v různých fázích života. Každý podnik, ve smyslu hospodářském, se během svého životního cyklu musí zaobírat spoustou otázek, které jsou důležité pro jeho přežití a další rozvoj. Platí to pro obchodní společnosti, družstva i různé formy živnostenského podnikání. Samozřejmě některé otázky jsou jednorázové a méně důležité, ale existují i takové, které řeší každý podnikatel nebo osoba zodpovědná za řízení společnosti prakticky neustále a které jsou pro každý takovýto subjekt zcela zásadní. Jednou z nich je zcela určitě i problém hledání a obstarávání zdrojů financování podniku. Ať už se jedná o budoucího podnikatele, který se nachází ještě ve fázi před založením společnosti, nebo o silnou a perspektivní společnost, všechny podnikatelské subjekty řeší a musí řešit obdobné problémy.

I když existuje vícero způsobu obstarání potřebného kapitálu a dále se k nim ještě krátce pro přehled vrátím, tato práce se zabývá výlučně třemi způsoby výše uvedenými. Ve druhé polovině 20. století došlo společně s prudkým rozvojem světové ekonomiky i k nárůstu a diverzifikaci způsobů a metod financování společností. Private Equity a veřejné emise akcií a dluhopisů jsem si jako téma mojí diplomové práce vybral z několika důvodů. Nejenže jsem se daným tématem do určité míry zabýval při svých studiích, ale jedná se o velice zajímavou materii a do budoucna i ve světle dnešních ekonomických událostí perspektivní zdroj financování provozu a rozvoje společností. Bohužel, ať už beru v úvahu jakýkoliv z těchto tří institutů, jsou stále ještě v podmínkách české ekonomiky více či méně nedostatečně využívané. Zásadními problémy a překážkami pro jejich širší využití je stále poměrně mladý a nedostatečně rozvinutý a likvidní kapitálový trh, nízké povědomí a snad do určité míry i strach mezi podnikateli.

Private Equity kapitál je pojmem velice širokým a je jako termín vysvětlován autory různě. Definice Private Equity není zcela jasná a dá se říci, že každý autor a zdroj uvádí jiné označení. Příkladem však může být definice European Private Equity and Venture Capital Association, která

říká, že „Private Equity kapitál je středně-či dlouhodobý kapitál poskytnutý finančními investory mladým podnikům s vysokým růstovým potenciálem.“[1]

Veřejná emise akcií jako způsob získání kapitálu je situace, kdy je emise nabízena veřejně, tj. na veřejném trhu, široké investorské veřejnosti. Není tedy dopředu nijak domluven okruh investorů, kteří se upsání emise zúčastní. Tento způsob obstarání kapitálu s sebou nese pozitiva a negativa, jež podrobně rozeberu později.

Veřejná emise dluhopisů jako zdroj financování podniku je proces do jisté míry podobný veřejné emisi akcií, přičemž případný úspěch obou těchto způsobů obstarání potřebného kapitálu jsou neoddiskutovatelně silně závislé na míře rozvinutosti kapitálového trhu v dané zemi.

Jakkoliv nechci přeceňovat své schopnosti a možnosti, cílem této práce je osvěta v této problematice. I když se naše stále ještě do jisté míry mladá ekonomika již 19 let transformuje z ekonomiky centrálně plánované na tržní, míra využití těchto tří způsobů financování je stále ještě značně nízká a týká se jen velmi omezeného počtu hospodářských subjektů. Svědčí o tom i poměrně malé množství dostupné odborné literatury v českém jazyce zabývající se touto problematikou. V této práci tedy seznámím čtenáře s možnostmi, pozitivy a negativy financování podniků prostřednictvím Private Equity a veřejných emisí akcií a dluhopisů. Kromě teoretického vymezení těchto pojmů a související materie zde uvádím k jednotlivým způsobům financování i konkrétní případy jejich využití podniky v podmínkách české ekonomiky, případně jejich konkrétní zkušenosti a poznatky. Tímto propojením teoretických a praktických informací chci dojít k identifikaci problémů bránících většímu a širšímu využití těchto zdrojů financování.

Celá práce je členěna na jednotlivé kapitoly, které se, s výjimkou první kapitoly, samostatně zabývají každým z těchto tří způsobů financování podniku. Toto uspořádání jsem zvolil z důvodu větší přehlednosti. První kapitola se tak zabývá konkrétním vysvětlením pojmosloví a stručnou charakteristikou předmětu této práce, charakteristikou Private Equity, veřejných emisí akcií a dluhopisů, a charakteristikou a analýzou českého kapitálového trhu, jenž bezprostředně ovlivňuje potenciál využití Private Equity a veřejných emisí akcií a dluhopisů. Obsahem dalších tří kapitol jsou pak již po řadě jednotlivé zdroje financování, s důrazem kladeným na jejich spojitost s BCPP jakožto naším nejdůležitějším organizovaným trhem cenných papírů. V každé této kapitole je

[1] EVCA [online]. c 2007, [cit. 2008–11-15]. Guide on Private Equity and Venture Capital for Enterpreneurs. An EVCA Special Paper. Dostupné na:
<http://www.evca.eu/uploadedFiles/Home/Toolbox/Introduction_Tutorial/EVCA_PEVCGUIDE.pdf>

zahrnuta teoretická stránka daného tématu, včetně zhodnocení a doporučení pro další rozvoj. Součástí jsou i příklady z praxe a názory a komentáře odborníků. Výsledkem by tak mělo být nastínění budoucího postupu pro zajištění širšího a efektivního využití těchto zdrojů financování.

1 VYMEZENÍ A VÝKLAD POJMŮ PRIVATE EQUITY A VEŘEJNÉ EMISE AKCIÍ A DLUHOPISŮ

Jak jsem podotkl v úvodu této práce, stěžejními tématy jsou zde *Private Equity* a *veřejné emise akcií a dluhopisů* jako zdroje financování podniku. Těchto zdrojů financování dnes existuje poměrně velké množství a než se dostanu k vysvětlení těchto tří, pro moji práci, stěžejních pojmů, považuji za důležité vysvětlit i samotný pojem *zdroje financování* a následně provézt i základní rozdělení dostupných zdrojů financování podniku.

1.1 Zdroje financování a přehled rozdělení těchto zdrojů

Na pojem *zdroje financování* se dá nahlížet z různých úhlů pohledu. Pro vysvětlení využiji účetního hlediska, které poskytuje nejen teoretické, ale i praktické vymezení tohoto širokého pojmu. V účetnictví samozřejmě existují naprosto přesné předpisy, podle kterých dochází ke klasifikaci jednotlivých zdrojů financování podniku. Účelem této práce však není detailní popis a analýza zdrojů financování, proto využiji účetní teorii jen k jejich základnímu rozdělení. Z účetního hlediska se majetek podniku a zdroje jeho financování zachycují v rozvaze, která tedy v podstatě odpovídá na otázku, jaká je majetková podstata podniku a jak byla a je tato podstata profinancována[1]. Na levé straně rozvahy tak najdeme *aktiva* (nebo také konkrétní druhy majetku, které se ve společnosti nacházejí) a na pravé straně *pasiva* (udávají právě *zdroj financování* podniku, tj. odkud se vzaly prostředky na pořízení majetkové podstaty podniku). Zdroje financování (nebo také pasiva) se v účetnictví dělí podle více hledisek, ale základním hlediskem je jejich původ, tzn., kdo dané prostředky poskytl. Takto dělíme zdroje financování na vlastní kapitál a závazky/dluhy (nazývané jinak také jako cizí zdroje nebo cizí kapitál)[2]. Co se týče vlastního kapitálu, řadí se mezi něj nejčastěji základní kapitál, kapitálové fondy, rezervní fondy a případný nerozdělený zisk. Mezi cizí

[1] SAGIT [online]. [cit. 2008–11-15]. Dostupné z: <http://www.sagit.cz/pages/delfinheslatxt.asp?cd=150&typ=r&levelid=Pasiva.htm>
[2] Kovanicová, D. a kol.: Finanční účetnictví, světový koncept. Polygon, 2003.

zdroje se řadí závazky/dluhy a rezervy podniku[1]. I když bych se samozřejmě mohl dále zabývat podrobnějším členěním a rozborem jednotlivých kategorií zdrojů financování, není to předmětem této práce a domnívám se, že v tomto rozsahu pro naše účely dané rozdělení postačuje. O druzích zdrojů financování a jejich zařazení, kterými se zabývá tato práce, se podrobněji budu zabývat v dalších kapitolách.

1.2 Private Equity, Venture Capital a Buyout

Private Equity je jako zdroj financování podniku v podmínkách české ekonomiky stále ještě poměrně novým pojmem. Nejenže je na trhu malé množství odborné literatury v českém jazyce, která se touto problematikou zabývá, ale k malému povědomí jistě přispívá i fakt, že v českém jazyce neexistuje ani ustálená definice, či výklad tohoto pojmu.

Aby nebylo v tomto ohledu málo problémů, vstupuje do hry ještě jeden, původně anglický termín, a to *venture capital* (počeštěný venture kapitál). V následujících odstavcích bych proto nejprve uvedl několik konkrétních definic z různých zdrojů a na jejich základě odvodil obecnější výklad pojmů a přehled systému Private Equity kapitálu.

Již v úvodu jsem použil pro výklad pojmu Private Equity definici EVCA, kterou zde ještě zopakuji. „Private Equity kapitál je středně-či dlouhodobý kapitál, poskytnutý finančními investory mladým podnikům s vysokým růstovým potenciálem.“ Podle EVCA je dále venture kapitál (v češtině nejčastěji překládán jako *rizikový a rozvojový kapitál*[2]) definován takto: „Venture kapitál je, striktně vzato, podskupinou Private Equity, a vztahuje se na majetkové investice poskytnuté na zahájení podnikání, do raných stadií či rozvoje podnikání. Navíc je zaměřen spíše na zajímavé podnikatelské myšlenky, než zaběhnuté společnosti.“ Mimo tyto dva termíny pak stejný dokument rozlišuje ještě další pojem, a to tzv. *buyout* (odpovídající český termín může být např. *manažerský odkup*[3]), kterým je „transakce, při které jsou prostředky použity na odkup existující společnosti jejími manažery od stávajících majitelů“. V podání EVCA je tedy pojem Private Equity chápán jako zastřešující pojem pro veškerý soukromý kapitál, pod který jako podskupiny spadají rizikový a rozvojový kapitál i manažerské odkupy.

[1] FINCENTRUM [online]. [cit. 2008–11-15]. Dostupné z:
<http://fincentrum.idnes.cz/_slovnik.asp?keyword=vlastn%ED+zdroje>
[2] Dvořák, I. – Procházka, P.: Rizikový a rozvojový kapitál. Venture Capital, Management Press, Praha 1998
[3] Nývltová, R. – Režňáková, M.: Mezinárodní kapitálové trhy. Zdroj financování, Grada, Praha 2007

Podobný výklad této problematiky podává i The British Private Equity and Venture Capital Association. Ta chápe Private Equity jako:…"středně-či dlouhodobý kapitál poskytovaný výměnou za majetkový podíl v potenciálně vysoce růstových neobchodovaných společnostech"[1]. Tento dokument poukazuje na fakt, který jsem zmínil již výše v tomto textu, a to na nejednotnou terminologii ve světě i mezi jednotlivými autory. Nicméně tato organizace se ve výkladu přidržuje koncepce, kdy pojem Private Equity zahrnuje do sebe jako podskupiny jak rozvojový a rizikový kapitál, tak i manažerské odkupy.

Jiný přístup zvolili autoři v podstatě dosud jediné komplexní původně české publikaci zabývající se problematikou soukromého kapitálu[2]. Tito autoři vůbec nepoužívají termín Private Equity a pracují pouze s termínem venture capital, který překládají jako rozvojový a rizikový kapitál a zahrnují do něj i manažerské odkupy.

Pro zajímavost zde uvedu i definici Organizace pro ekonomickou spolupráci a rozvoj (OECD), jež používá v podstatě stejnou definici jako EVCA pro Private Equity, ale přiřazuje k ní jiný termín, a to venture capital. Konkrétně tedy: „Venture Capital je kapitál poskytovaný společnostmi, které investují do mladých společností, jež nejsou veřejně obchodovány."[3]

Je vidět, že při používání různých pramenů, ať už domácích i zahraničních, je třeba dávat pozor na metodologii a terminologii toho kterého zdroje. Pro účely této práce budu vycházet z definice EVCA, která tedy chápe Private Equity jako pojem nadřazený celému odvětví a pojmy venture capital a buyout jako označení pro financování v různých fázích vývoje společnosti. Pro přehlednost přikládám zjednodušený graf, který zobrazuje pojetí Private Equity v této práci.

[1] BVCA [online]: A Guide to Private Equity. c 2004, [cit. 2008-11-15]. Dostupné z: <http://www.bvca.co.uk/>
[2] Dvořák, I. – Procházka, P.: Rizikový a rozvojový kapitál. Venture Capital, Management Press, Praha 1998
[3] OECD [online]: Venture Capital and Innovation. c 1996, [cit. 2008-11-15]. Dostupné z: <http://www.oecd.org/dataoecd/35/59/2102064.pdf>

Schéma 1: Struktura private equity financování



Zdroj: European Private Equity and Venture Capital Association

1.3 Veřejná emise akcií

V této části nejprve pro úplnost vysvětlím emise akcií jako celek, abych se následně dostal k samotnému pojmu dle nadpisu kapitoly.

1.3.1 Emise akcií

Jakkoliv by se to mohlo zdát zbytečné, domnívám se, že tento termín je potřeba vysvětlit celý, a tak zde uvedu i několik základních informací o akciích. Akcie je deklaratorní majetkový cenný papír, kterým se osvědčuje právo akcionáře podílet se na majetku akciové společnosti, na jejím řízení a jejím zisku a na likvidačním zůstatku při zániku společnosti. Majetkový cenný papír znamená, že investor nemá právní nárok na „vrácení" vložených prostředků, což je zásadní rozdíl od níže popisovaných dluhopisů (tzv. dlužné cenné papíry). Další zákonné podmínky a formální požadavky na akcie jsou předmětem právní úpravy obsažené v obchodním zákoníku (zákon č. 513/1991 Sb., ve znění pozdějších předpisů) a v *lex speciali*, zde v zákoně o cenných papírech (zákon č. 591/1992 Sb., ve znění pozdějších předpisů).

Emisí akcií dále v tomto textu budu označovat proces vydání akcií vedoucí v důsledku k navýšení základního kapitálu společnosti a ke změně vlastnické struktury. Jedním z hlavních důvodů emise akcií je ovšem získání dodatečného kapitálu pro emitující společnost, je to jeden ze zdrojů financování.

V zásadě existují dva základní způsoby emise akcií, a to jednak *soukromé umístění* (nebo také *cílené*) a jednak *veřejná emise*[1]. Co se týče soukromé emise, jsou akcie umístěny při emisi mezi zpravidla malé množství soukromých investorů, kteří jsou také obvykle z minulosti dostatečně dobře obeznámeni s finanční situací emitenta. Tito investoři pořizují takové akcie zpravidla za účelem jejich držby po celou dobu jejich životnosti, a tak není třeba, aby akcie byly veřejně obchodovatelné. Zásadní výhodou pro emitenta takových akcií je zásadní snížení emisních a informačních nákladů. Ovšem nevýhodou takovéto akce je nižší transparentnost a „čitelnost" transakce, a tudíž i vyšší míra výnosů požadovaná ze strany investorů.

Veřejná emise, která je jedním ze stěžejních témat této práce, je proces nepoměrně složitější než emise soukromá. Pro společnost takto emitující akcie je náročná především pravidelná a značně široká informační povinnost, navíc jsou s ní spojeny i mnohem vyšší finanční náklady. Do hry vstupuje ještě jeden faktor, který je možná nejdůležitější, a to nejistota spojená s veřejnou emisí. Oproti soukromé emisi, při které jsou již v průběhu domluveni investoři upisující akcie, při veřejné emisi trvá po celou její dobu nejistota spojená s faktem, že ne všechny akcie budou upsány a celá emise tak bude neúspěšná. I když se celou emisi podaří upsat, ještě tato emitující společnost nemusí mít vyhráno. Došlo-li například k podcenění informační transparentnosti během emise, může se tento nedostatek projevit v nízké likviditě akcií na veřejném trhu a následně k poklesu jejich tržní ceny i na zlomek jejich nominální hodnoty. Blíže se k těmto a dalším problémům a aspektům veřejné emise akcií vrátím dále v textu v oddíle zabývajícím se přímo veřejnou emisí akcií.

1.4 Veřejná emise dluhopisů

Dluhopisy neboli obligace jsou dluhové cenné papíry, s nimiž je spojeno právo jejich majitelů na splacení dlužné částky sestávající jednak ze jmenovité hodnoty dluhopisu a jednak z výnosů z něj plynoucích.[2] Emisí dluhopisů zde budu označovat proces jejich vydání do oběhu za účelem obstarání finančních prostředků. Uskutečněním emise se emitent stává dlužníkem a majitel dluhopisu věřitelem. Zřejmě největším pozitivem emise dluhopisů, při pohledu na ní jako na zdroj financování například ve srovnání s bankovním úvěrem, je fakt, že emitent získá relativně snadno a rychle velké množství disponibilních prostředků. Oproti bankovnímu úvěru navíc má emise

[1] Nývltová, R. – Režňáková, M.: Mezinárodní kapitálové trhy. Zdroj financování, Grada, Praha 2007
[2] Nývltová, R. – Režňáková, M.: Mezinárodní kapitálové trhy. Zdroj financování, Grada, Praha 2007

dluhopisů tu výhodu, že tyto prostředky (samozřejmě s navýšením o patřičný výnos) mají obvykle delší dobu splatnosti.

Podobně jako u akcií i u dluhopisů se rozlišují dva základní způsoby jejich emise, a to emise soukromá a veřejná. Zatímco u akcií jsou však ve vyspělých ekonomikách soukromé emise poměrně vzácné, v případě dluhopisů je tomu často, zvláště v případech, kdy emitentem jsou malé či střední podniky, naopak. Podobně jako u akcií ovšem investoři v případě soukromé emise požadují zpravidla vyšší míru výnosu. U dluhopisů je příčinou fakt, že tyto nejsou registrovány jako veřejně obchodovatelné a nemůže být s nimi tedy ani veřejně obchodováno. Důsledkem je nižší likvidita dluhopisů jako investičních instrumentů z pohledu upisovatele, za což oprávněně následně vyžaduje vyšší výnosovou míru.

Tento problém naopak odpadá v případě veřejné emise dluhopisů. Jelikož jsou jednotlivé dluhopisy dané emise (zde *emise dluhopisů* jako právní termín – „Emisí dluhopisů se rozumí soubor dluhopisů vydávaných na základě týchž emisních podmínek a majících stejné datum emise a stejné datum splatnosti.“[1]) přítomny na veřejném trhu, s likviditou by problémy být neměly. Navíc se veřejné obchodování pozitivně podepisuje na snížení kreditního rizika ze strany emitenta.

1.5 Kapitálový trh v ČR

V této kapitole se pokusím charakterizovat kapitálový trh v ČR a jeho efektivní fungování jako nezbytnou podmínku pro širší využití Private Equity a veřejných emisí akcií a dluhopisů jako zdroje financování podniku. Ovšem než tak učiním, cítím potřebu zasadit obecně kapitálové trhy do soustavy finančních trhů jakožto skupiny pojmově nadřazené a vysvětlit základní proměnné, vztahy a procesy, které v souvislosti s finančními trhy tyto trhy utváří a v ideálním případě také zefektivňují. Díky tomu by později mělo být jednodušší pochopit podstatu fungování trhu kapitálového v ČR, jeho přednosti a nedostatky.

1.5.1 Finanční a kapitálové trhy

Základem pro existenci a fungování finančních trhů je situace, která nastává dnes a denně prakticky u každého ekonomického subjektu: daný subjekt má nedostatek nebo přebytek

[1] FINANCE [online]. Zákon č. 190/2004 Sb., o dluhopisech. [cit. 2008-11-15]. Dostupné z: < http://www.finance.cz/kapitalovy-trh/zakony/o-dluhopisech/>

disponibilních finančních prostředků. Pokud se daný subjekt dostane do takové situace, přirozeně se snaží nalézt jiný subjekt, který se nachází v situaci opačné. Motivy jsou jasné: pokud má například náš subjekt A přebytek finančních prostředků, uvědomuje si, že tyto prostředky, které v danou chvíli nepotřebuje, drží v podstatě zbytečně. Kdyby je poskytl jinému subjektu (pro nás subjekt B, deficitní), vynesly by mu později nejen stejnou částku, kterou subjektu B poskytl, ale i něco navíc – výnos. Proto se tyto dva subjekty snaží vzájemně nalézt a uspokojit tak své potřeby. Samozřejmě by mohly oba subjekty chodit po ulicích a snažit se vzájemně najít, ale mnohem snazší je například pro subjekt A zajít do banky a tyto své, v danou chvíli přebytečné, finanční prostředky uložit na účet (zde by mohla nastat diskuse o tom, zda by si tím v dnešní době nízkého úročení bankovních vkladů významně pomohl…). Pokud by tak učinil, stal by se účastníkem finančního trhu, nebo obecněji soustav finančních trhů. Tento krátký názorný příklad měl posloužit jako praktické přiblížení základních pojmů, které mají souvislost s finančním trhem, a nyní se již dostávám k teoretickému vysvětlení celého systému.

Systém finančních trhů je komplexním nástrojem umožňujícím efektivní a produktivní přelévání disponibilních finančních prostředků od, v daný okamžik, přebytkových subjektů k subjektům deficitním. Soustřeďuje se tu tak nabídka a poptávka po disponibilních penězích a kapitálu (tyto dva pojmy je potřeba rozlišovat, později nám umožní modelové rozdělení finančního trhu na různé segmenty, přičemž jedním z nich je i trh kapitálový). Vezmu-li v úvahu náš příklad, dá se předpokládat, že pokud by do hry nevstoupila obchodní banka (obecně jeden z tzv. finančních zprostředkovatelů, v podmínkách české ekonomiky hraje nejdůležitější roli), disponibilní prostředky přebytkového subjektu Aby zůstaly z ekonomického hlediska nevyužity doma „pod polštářem“. V tom tkví význam finančních zprostředkovatelů – jedná se o zvyšování efektivnosti a produktivity celého ekonomického prostředí.

Když jsem se výše zmiňoval o efektivnosti přesunu disponibilních finančních prostředků, nezabýval jsem se dále výkladem tohoto pojmu. Na efektivnost finančního trhu se dá nahlížet z různých úhlů pohledu, nejčastější jsou následující tři[1]:

- **Alokační efektivnost** – požadavek na přesunutí finančních prostředků na subjekt, který za ně poskytne největší rizikově očištěný, tedy nejvyšší zhodnocení při zohlednění rizika.

[1] Veselá, J.: Burzy a burzovní obchody – výchozí texty ke studiu, Nakladatelství Oeconomica, Praha 2005

- **Operativní efektivnost –** jedná se o minimalizaci transakčních nákladů souvisejících s přesunem disponibilních finančních prostředků.

- **Informační efektivnost –** zde se poměřuje rychlost reakce kurzů instrumentů na novou, neočekávanou informaci, jež má potenciál daný kurz ovlivnit.

Ještě než se dostanu k samotnému členění finančního trhu, je třeba si blíže popsat jeho aktéry, tedy subjekty a také instrumenty. Přebytkové a deficitní subjekty byly podle mého názoru dostatečně vysvětleny již výše v textu, proto bych se krátce pozastavil pouze u finančních zprostředkovatelů. Jde o jednotky, které mají za úkol napomoci přesunu volných finančních prostředků mezi subjekty, a to s minimálními transakčními a informačními náklady. Důsledkem je i snížení rizik spojených s transakcí. Zprostředkovatelé jsou jednak bankovní, jednak nebankovní subjekty. Za bankovní zprostředkovatele považujeme především banky, spořitelny, záložny, finanční a úvěrové ústavy. Nebankovními subjekty jsou zejména pojišťovny, investiční společnosti, investiční fondy, podílové fondy či penzijní fondy.

Co se týče investičních instrumentů, jedná se o aktivum, které investorovi přináší nějaký nárok na budoucí příjem (dividendy, kupónové platby, kurzové zisky, úroky). Investiční instrumenty dále dělíme podle jejich povahy na *finanční instrumenty* a *reálné instrumenty*. Mezi finanční instrumenty řadíme např. cenné papíry, finanční deriváty, pojišťovací kontrakty, termínové nebo spořící účty aj. Reálnými instrumenty jsou např. investice do drahých kovů, drahokamů, uměleckých sbírek, nemovitostí či nerostných surovin.

Nyní už mohu přistoupit k samotnému členění finančních trhů. Existuje více kritérií, podle kterých se přistupuje ke členění finančních trhů. Prvním z nich je kritérium způsobu alokace disponibilních finančních prostředků. V zásadě se rozlišují tři způsoby alokace, a to přímá, polopřímá a nepřímá:

- **Přímé financování** – dlužníci si přímo půjčují disponibilní finanční prostředky od věřitelů na finančních trzích tak, že jim sami prodávají své finanční instrumenty (např. cenné papíry) představující věřitelský nárok. Tento způsob alokace je spojen výhradně s tzv. primárními investičními instrumenty obchodovanými na privátních finančních trzích.

- **Polopřímé financování** – jedná se o mezistupeň mezi přímým a polopřímým financováním, kdy se mezi deficitním a přebytkovým subjektem nachází ještě prostředník,

který buď poskytuje informace o možných nákupech a prodejích, anebo přímo sám kontaktuje potenciální prodejce a kupce

- **Nepřímé financování** – finanční zprostředkovatel usnadňuje tok disponibilních finančních prostředků mezi oběma subjekty, snižuje náklady transakce. Ta se dělí na dvě současně probíhající transakce, kdy jednak zprostředkovatel nakupuje primární finanční instrumenty deficitního subjektu, a jednak emituje své sekundární finanční instrumenty, které nakupuje přebytkový subjekt. Z toho vyplývá, že se jedná již o zprostředkovatelské finanční trhy, na kterých jsou tedy obchodovány jak primární, tak i sekundární investiční instrumenty.

Jiným kritériem členění je skutečnost, zda se při obchodování s investičním instrumentem jedná o jeho první prodej, či následný prodej. Proto rozlišujeme na finančním trhu *primární trh* a *sekundární trh*:

- **Primární trh** – jedná se o trh, kde je prodáván právě emitovaný investiční instrument. Tato emise může být prodávána široké investorské veřejnosti formou veřejné nabídky, volného prodeje nebo tendru, a pak se jedná o tzv. *primární veřejný trh*. Emise ovšem může být také nabízena uzavřenému, předem dohodnutému okruhu investorů, v tom případě jde o *primární neveřejný trh*.

- **Sekundární trh** – zde dochází k opětovnému prodeji již dříve emitovaných investičních instrumentů. I v rámci sekundárního trhu se rozlišuje veřejný a neveřejný trh. Větší význam má trh veřejný, který se dále člení na trh *organizovaný* a *neorganizovaný*. V rámci organizovaného trhu pak rozlišujeme *burzovní trhy* (např. NYSE, BCPP) a *mimoburzovní trhy* (NASDAQ, RM-Systém).

Pro tuto práci nejdůležitějším kritériem členění finančních trhů je druh finančních instrumentů, který je na daném trhu obchodován. Podle tohoto kritéria se totiž finanční trh člení na následující čtyři segmenty[1]:

- **Peněžní trh** – je trh krátkodobých finančních instrumentů s dobou splatnosti maximálně do jednoho roku. To také předurčuje jejich charakter, tedy typicky nízký výnos a riziko a vysokou likviditu. Konkrétně se jedná například o krátkodobé dluhopisy (pokladniční

[1] Toto členění není u různých autorů jednotné, např. Rejnuš udává pět segmentů (navíc segment *pojistného trhu*), viz. Rejnuš, O.: Teorie a praxe obchodování s cennými papíry, Computer Press, Praha 2001

poukázky, depozitní certifikáty, komerční papíry), obchod s krátkodobými penězi mezi bankovními subjekty aj.

- **Kapitálový trh** – je trhem střednědobých a dlouhodobých finančních instrumentů, právě zde se obchodují instrumenty s dobou splatnosti delší než jeden rok. Jsou jimi například akcie, dlouhodobé dluhopisy emitované státem, podniky a bankami, podílové listy, hypoteční zástavní listy nebo finanční deriváty (opce, futures, swapy). Co se týče charakteru jednotlivých instrumentů, jsou na kapitálovém trhu obvykle spojeny s vyšším výnosem a rizikem než na trhu peněžním, likviditu je však nutno poměřovat případ od případu, neboť se může značně lišit.

- **Devizový trh** – zde se obchoduje s devizami, tj. s likvidními pohledávkami v cizí měně s různou dobou splatnosti[1]. Zpravidla jde o trh mimoburzovní s vysokým stupněm likvidity, efektivnosti, konkurence a infrastruktury.

- **Trh reálných aktiv** – zde se obsahuje s reálnými aktivy, tj. s instrumenty vázanými na konkrétní předmět, obvykle komoditu (suroviny, drahé kovy, umělecké předměty, ale i zemědělské produkty).

Tímto považuji finanční trhy za dostatečně vysvětlené a nyní přejdu ke kapitálovému trhu jako samostatnému segmentu trhu finančního, konkrétně k českému kapitálovému trhu.

1.5.2 Právní úprava kapitálového trhu v ČR

Jelikož je kapitálový trh jedním z nejvíce regulovaných segmentů ekonomického tržního prostředí, je platná právní úprava vedle zákonitostí trhu zřejmě nejdůležitějším atributem ovlivňujícím podstatu fungování a vztahů v rámci tohoto trhu. Právní úprava vztahující se na oblast kapitálového trhu je v podmínkách českého právního řádu začleněna do různých druhů právních norem, ať už zákonných či prováděcích. Nejčastěji jsou to zákony, vyhlášky a úřední sděleni ČNB a předpisy EU[2]. Mezi zákony, které se svojí úpravou týkají kapitálového trhu, jsou vedle Zákona č. 531/1991 Sb., ve znění pozdějších předpisů (obchodní zákoník) nejdůležitějšími zákonnými normami následující:

[1] [1] Veselá, J.: Burzy a burzovní obchody – výchozí texty ke studiu, Nakladatelství Oeconomica, Praha 2005
[2] ČNB [online]. c 2008, [cit. 2008-11-16]. Dostupné z:
<http://www.cnb.cz/cs/legislativa/leg_kapitalovy_trh/>

- Zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu – upravuje poskytování služeb v oblasti kapitálového trhu, ochranu kapitálového trhu a investorů a veřejnou nabídku cenných papírů.

- Zákon č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování – poskytuje komplexní právní úpravu oblasti kolektivního investování (investiční společnosti, investiční a podílové fondy).

- Zákon č. 591/1992 Sb., o cenných papírech – upravuje problematiku cenných papírů (např. druh, podobu, formu cenných papírů apod.).

- Zákon č. 190/2004 Sb., o dluhopisech – zabývá se komplexní právní úpravou dluhopisů jako finančních instrumentů.

- Zákon č. 15/1998 Sb., o dohledu v oblasti kapitálového trhu

- Zákon č. 42/1994 Sb., o penzijním připojištění se státním příspěvkem

- Z ostatních bych vyzvedl poměrně aktuální právní úpravu, a to Zákon č. 104/2008 Sb., o nabídkách převzetí a Zákon č. 253/2008 Sb., o některých opatřeních proti legalizaci výnosů z trestné činnosti a financování terorismu.

Prováděcí předpisy, tedy konkrétně vyhlášky a úřední sdělení ČNB, se zabývají dále podzákonnou úpravou a regulací jednotlivých atributů trhu. Kupříkladu jde o normy vztahující se k informační povinnosti subjektů kapitálového trhu, cenným papírům, ochraně trhu, subjektům na kapitálových trzích apod.

Předpisy EU upravující kapitálový trh jsou vesměs nařízení s přímým účinkem a směrnice, které jsou do českého právního řádu povětšinou přeneseny začleněním jejich ustanovení do příslušné zákonné právní normy. Jejich společným cílem je harmonizace národních právních úprav oblasti kapitálového trhu a tím dosažení liberalizace finančních služeb. Tento proces by měl přispívat k větší svobodě pohybu kapitálu jakožto jednoho z atributů jednotného vnitřního trhu EU. Snad nejvýznamnější normou týkající se kapitálového trhu je Směrnice Evropského parlamentu a Rady č. 2004/39/ES, o trzích finančních nástrojů (tzv. MiFID – Markets in Financial Instruments).

Regulace kapitálového trhu je zajisté důležitou podmínkou jeho správného, efektivního a spravedlivého fungování. Samozřejmě existují různé názorové proudy na fungování ekonomiky jako

celku a je logické, že se tyto názorové proudy rozcházejí i v pohledu na míru regulace nutnou k efektivnímu chodu kapitálového trhu. Nicméně i liberální ekonomové přiznávají, že alespoň určitá míra regulace na kapitálovém trhu je nutná a důležitá. Důvodem je například skutečnost, že se obecně na finančním trhu setkávají subjekty, které jsou ve velmi nerovném postavení z hlediska svých odborných znalostí a profesionálního vybavení[1]. Na finančním trhu jde o přeměnu úspor na investice, a to prostřednictvím bankovního trhu či kapitálového trhu. Nerovnost subjektů je tak snad ještě umocněna tím, že poskytovatelem úspor jsou téměř výlučně drobní střadatelé, tedy neprofesionálové. Význam regulace je tak nasnadě – zajistit alespoň částečně snížení tohoto handicapu přebytkových subjektů. Možná spíše už filozofickou otázkou by bylo, zda je potřeba větší či menší míra regulace, aby byla odvrácena krize důvěry ve finanční trhy, nebo se má postupovat jiným způsobem. To není ovšem ani zdaleka tématem této práce. Dá se nicméně předpokládat, že míra regulace se, nejen v rámci hospodářského prostoru EU, ale i v zámoří, v blízké době zvýší. Krizi důvěry ve finanční trhy se nepodaří lehce vyřešit, a pokud se nenajde jiný tržně konformní způsob, mělo by se přistoupit alespoň právě k větší regulaci. Faktem totiž zůstává, že většina největších investičních bank a v posledních dnech i velkých průmyslových společností, byla zachráněna veřejnými prostředky, tedy z kapes daňových poplatníků. Bylo by určitě poctivé a slušné zajistit, že tyto „jejich" prostředky nebudou vynaloženy zbytečně…

Dohled nad kapitálovým trhem vykonává dle Zákona o podnikání na kapitálovém trhu a Zákona o dohledu v oblasti kapitálového trhu Česká národní banka (ČNB). V ustanoveních tohoto zákona je přesně vymezen okruh subjektů, které dohledu ze strany ČNB podléhají, ale obsahují také negativní enumeraci, tedy výčet subjektů a situací, které dohledu nepodléhají (např. vydávání cenných papírů ČNB). Součástí této právní úpravy jsou mimo jiné i opatření, která může orgán dohledu přijmout k předcházení nebo napravení skutečností v rozporu se zákonem.

1.5.3 Charakteristika kapitálového trhu v ČR

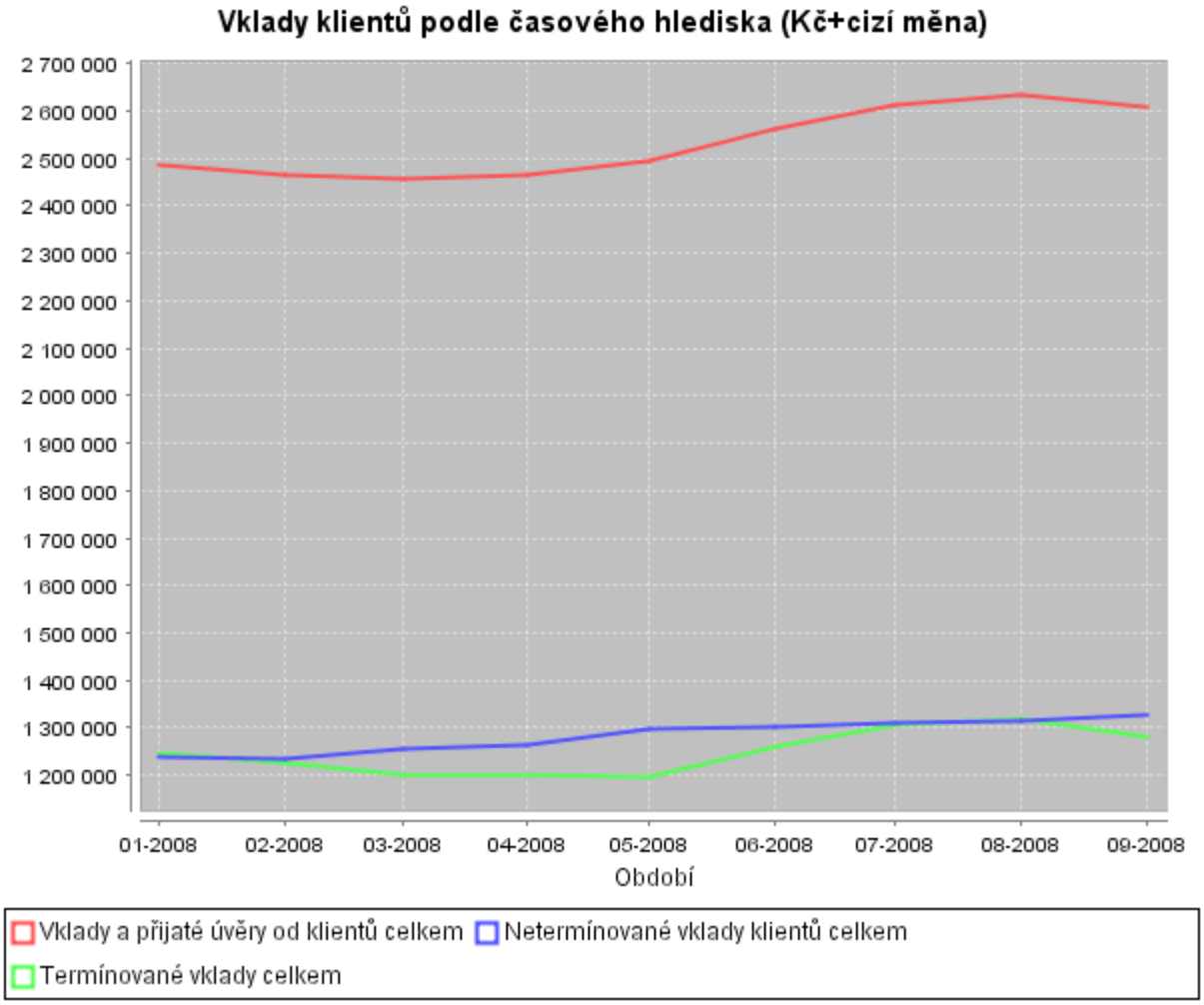
Motorem každé ekonomiky je přeměna úspor na investice a její charakter pak ekonomiku zásadně ovlivňuje.

Je tedy potřeba říci, že dle převažujícího způsobu této přeměny dělíme ekonomiky na dvě kultury. Jendou z nich je kultura, kde je převažujícím způsobem přeměny úspor na investice *kapitálový trh* (takto je to tradičně například v USA). Druhou je pak kultura, ve které tuto roli

[1] Ježek, T.: Peníze a trh. Portál, Praha 2002

přebírají *banky*. A právě do této kultury spadá i česká ekonomika[1]. Je potřeba říci, že tento systém je v našich zeměpisných šířkách v podstatě zděděný, ve střední Evropě, ale i v Německu a Rakousku jakožto v sousedících státech, je tento systém také typický a tradiční. Kapitálový trh se ale v podmínkách této kultury dostává svým významem do pozadí, projevuje se to i v množství prostředků, které jsou jeho pomocí přesunovány od přebytkových k deficitním subjektům. Pro zajímavost přikládám statistiku o objemu bankovních vkladů klientů bankovních institucí v ČR (viz. Graf 1).

Graf 1



Pozn.: v milionech Kč
Zdroj: ČNB

Za instrumenty kapitálového trhu obvykle považujeme investiční cenné papíry (akcie, dluhopisy a cenné papíry opravňující k nabytí jiných cenných papírů, např. depozitní certifikáty),

[1] Ježek, T.: Peníze a trh. Portál, Praha 2002

dále cenné papíry vydané fondem kolektivního investování a finanční deriváty (opce a finanční termínové smlouvy umožňující přenos rizika, tj. futures, swapy a jiné). Na českém kapitálovém trhu mají největší význam dluhopisy a akcie.

Na českém kapitálovém trhu v současnosti existují dva organizované trhy pro obchodování s cennými papíry, a to Burza cenných papírů Praha, a.s. (BCPP, je burzovním trhem) a RM-Systém, a.s. (mimoburzovní trh). Se zaknihovanými cennými papíry lze obchodovat i na mimoburzovním trhu OTC (over-the-counter). Nyní jednotlivé trhy krátce představím.

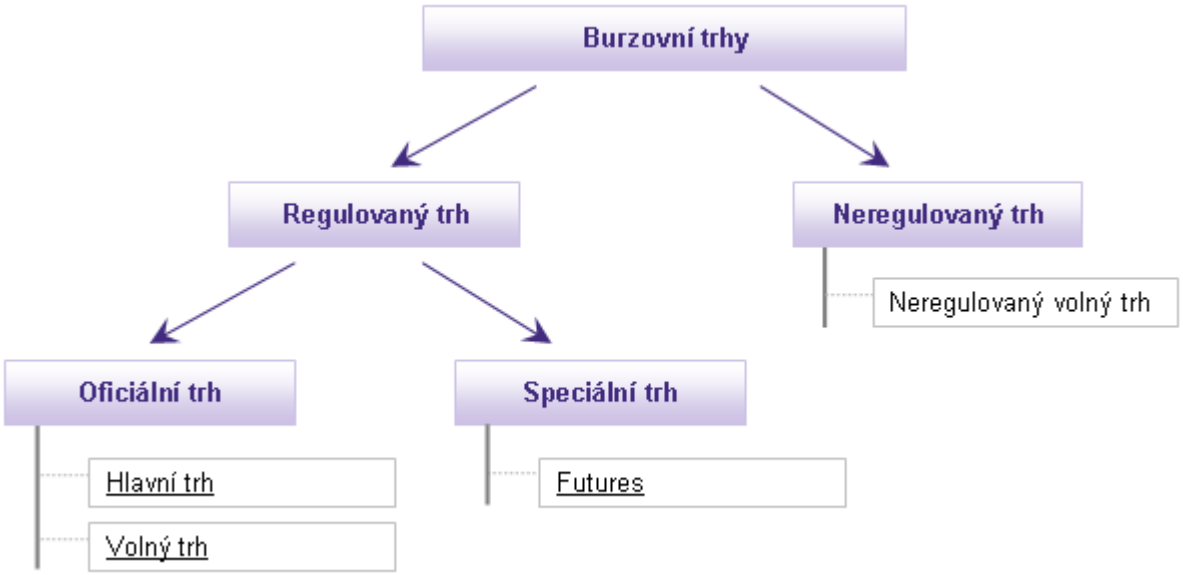
BCPP je tím významnějším ze dvou organizátorů trhů s cennými papíry v České republice[1]. Ze zákona se jedná o akciovou společnost, která je založena na členském principu. Přístup do burzovního systému a právo obchodovat mají pouze licencovaní obchodníci s cennými papíry, kteří jsou současně právě členem burzy. BCPP je členem Federace evropských burz (FESE) a americká Komise pro cenné papíry a burzy (SEC) jí udělila statut tzv. „Designated Offshore Market“, tedy trhu bezpečného pro americké investory. I z toho leze vidět, že se BCPP stala opravdu významných trhem cenných papírů, a to i pro zahraniční investory.

Organizační struktura BCPP je poměrně jednoduchá. Jak už jsem řekl, jedná se o akciovou společnost, a tak zde existují orgány, které tvoří svojí funkcí a kompetencemi jakousi paralelu orgánům klasické akciové společnosti. Nejvyšším výkonným orgánem je *valná hromada*, statutárním orgánem *burzovní komora*. Na výkon její činnosti a na celkové uskutečňování činnosti burzy dohlíží *dozorčí rada*. Každodenní provoz burzy má na starosti *generální ředitel*, který je odpovědný burzovní komoře. Konečně jsou burzovní komoře také odpovědné specializované orgány, a to *burzovní výbor pro členské otázky*, *burzovní výbor pro kotaci* a *burzovní výbor pro burzovní obchody*.

Burza cenných papírů Praha, a.s. organizuje regulovaný trh s investičními nástroji. V souladu se zákonem o podnikání na kapitálovém trhu se regulovaný trh dělí na oficiální trh s cennými papíry a speciální trh s investičními nástroji, které nejsou cennými papíry (tj. např.futures)[2]. Přehled o trzích v rámci BCPP podává následující schéma:

[1] BCPP [online]. C 2008,[cit. 2008-11-17]. Dostupné z: <http://www.bcpp.cz/dokument.aspx?k=Profil-Burzy>
[2] BCPP [online]. C 2008,[cit. 2008-11-17]. Dostupné z: <http://www.bcpp.cz/Cenne-Papiry/Trhy-Cennych-Papiru/>

Schéma 2: Struktura burzovních trhů BCPP



Zdroj: BCPP [online]. [cit. 2008-11-17]. Dostupné z: http://www.bcpp.cz/Cenne-Papiry/Trhy-Cennych-Papiru/

Ještě než předložím statistiku podávající informaci o počtu kotovaných investičních nástrojů na těchto jednotlivých trzích v rámci BCPP, je potřeba provést jejich krátkou charakteristiku tak, aby tato data měla nějakou vypovídací hodnotu.

Hlavní trh je nejprestižnějším segmentem oficiálního trhu burzy, obchodují se zde tedy ty nejlikvidnější cenné papíry. K přijetí k obchodování na hlavním trhu je třeba splnit náročné podmínky, o přijetí rozhoduje burzovní výbor pro kotaci.

Volný trh je také segmentem oficiálního trhu, ale podmínky přijetí k obchodování zde již nejsou tak náročné. Na cenné papíry zde obchodované se vztahuji pouze zákonná ustanovení zákona o podnikání na kapitálovém trhu.

Na speciálním trhu jsou obchodovány futures, tedy derivátové kontrakty zakládající směnu určitého množství podkladového aktiva v určitou dobu. Podkladových aktiv existuje široká škála. Nicméně v současné době lze na speciálním trhu obchodovat pouze s indexovými futures (bazickým aktivem je index PX) a akciovými (podkladovým aktivem jsou akciové emise ČEZ a Erste Bank).

Nyní již předkládám tabulku ukazující počet emisí na jednotlivých tržních segmentech BCPP:

Tabulka 1: Počet kotovaných investičních instrumentů ke dni 10.12.2008

Oficiální trh	Akcie	Dluhopisy	Certifikáty a Warranty	Futures
Hlavní trh	17	38	0	0
Volný trh	12	85	50	0
Speciální trh	0	0	0	6
Celkem	29	123	50	6

Zdroj: BCPP [online]. [cit. 2008-12-10]. Dostupné z: http://www.bcpp.cz/Cenne-Papiry/Trhy-Cennych-Papiru/

Z této tabulky je patrné, že v rámci BCPP jako našeho největšího regulovaného trhu s cennými papíry je obchodován poměrně malý počet akciových emisí, v porovnání například s emisemi dluhopisů. Význam obchodovaných futures je, alespoň z pohledu počtu obchodovaných titulů, poměrně okrajový.

Náš druhý regulovaný trh, RM-Systém (dále RM-S), je trhem mimoburzovním. Na rozdíl od BCPP není založen na členském principu, ale na principu zákaznickém, tj. že na něm obchodovat může v podstatě jakákoliv fyzická nebo právnická osoba. I to je jedním z projevů celkově jednoduššího systému obchodování v rámci RM-S. RM-S provozuje jednak trh RM-S a jednak volný trh. Na regulovaném trhu RM-S dochází ke kontinuálnímu snižování počtu obchodovaných titulů, ať už je důvodem nesplnění nových podmínek pro cenné papíry v rámci novelizace zákona o cenných papírech v roce 2001, nebo například dobrovolné odstoupení emitentů od obchodování jejich titulů na regulovaném trhu RM-S. Oproti tomu tržní kapitalizace se především zásluhou zvyšování kurzu cenných papírů kontinuálně zvyšuje.

V jakém stavu se tedy český kapitálový trh nachází? Otázkou je, do jaké míry plní kapitálový trh svůj účel, tedy přispívat k růstu dynamiky hospodářského vývoje. Na tuto otázku se dá odpovědět pomocí analýzy dvou faktorů, a těmi jsou míra likvidity a míra segmentace kapitálového trhu. Jak nízká míra likvidity, tak naopak vysoká míra segmentace trh poškozují, jsou tržními nedokonalostmi. Míra likvidity nám v podstatě říká, jaké množství kapitálu je pro investory k dispozici na daném trhu, neboli jak snadné je získat na daném trhu disponibilní peněžní prostředky

od přebytkových subjektů. Segmentace trhu má za následek rozdílnou požadovanou míru výnosnosti cenných papírů, odpovídající očekávanému riziku, na domácím kapitálovém trhu ve srovnání s kapitálovými trhy v zahraničí.[1] Segmentace může být zapříčiněna např. vládními omezeními, kurzovými a politickými riziky či chováním investorů. Dochází pak k informační asymetrii a k existenci přebytečných transakčních nákladů. Tyto tržní nedokonalosti nemusí nutně znamenat neefektivnost trhu v národním měřítku, ovšem z mezinárodního hlediska je trh segmentovaný. Ovšem vykazuje-li trh dostatečnou likviditu, míru integrace s celosvětovým finančním systémem z hlediska oceňování cenných papírů a silnou informační efektivnost, lze jej považovat za rozvinutý. Platí toto všechno o českém kapitálovém trhu?

Dá se říci, že v posledních letech se přesunoval český kapitálový trh postupně ze skupiny tzv. *emerging markets* mezi vyspělé trhy. Je také třeba říci, že jeho jednotlivé segmenty se liší mírou likvidity, a to dost podstatně. Zatímco tak například dluhopisový trh má poměrně vysokou míru likvidity, primární akciový trh ji má minimální.

Primární akciový trh má opravdu velmi nízkou likviditu. Za jeho existenci došlo jen k několika málo primárním emisím akcií (IPO). V rámci RM-S byla kotována IPO společnosti Software 602 již v roce 1997. Budeme-li brát v úvahu BCPP jako náš nejvýznamnější regulovaný trh, došlo na něm k následujícím IPO. V roce 2004 zde byla umístěna první IPO, a to farmaceutické společnosti Zentiva. Následovaly pak IPO společností ECM, AAA Auto, Pegas Nonwovens, Vienna Insurance Group, VGP a také naposled těžební společnost NWR.

Primární dluhopisový trh BCPP má vyšší likviditu. Nicméně stále se jedná většinou o státní a bankovní dluhopisové emise.

Jak jsem již dříve poznamenal, likvidita pro cenné papíry se získává především na sekundárním trhu, ať se jedná o akcie, či dluhopisy. Bohužel situace na českém kapitálovém trhu není v tomto ohledu dobrá. Příčinou poměrně malého množství obchodů je nejen stále ještě malá vyspělost trhu, ale především celkově malý počet kotovaných titulů. V současné době je v rámci BCPP kotováno 29 akciových emisí, což je ve srovnání s podobnými rozvíjejícími se trhy poměrně nízké číslo. Tak kupříkladu athénská burza má kotováno 287 akciových emisí, bratislavská burza téměř 200, bulharská burza 401, srovnatelná počtem emisí je snad jen budapešťská burza s počtem emisí 43. Podíváme-li se však na následující tabulku, která zachycuje objemy obchodů s akciovými

[1] Nývltová, R. – Režňáková, M.: Mezinárodní kapitálové trhy. Zdroj financování, Grada, Praha 2007

tituly za rok 2007, zjistíme zajímavé informace, které jsem psal výše. Problém nízké likvidity na sekundárním trhu je zapříčiněn nízkým počtem kotovaných emisí. Objem obchodů s akciemi na jednu kotovanou emisi (podíl odpovídajících dat z tabulky 3 a tabulky 2) je totiž v případě BCPP asi **1,143 mld. EUR**. Pro srovnání stejný údaj pro athénskou burzu má hodnotu asi **432 mil. EUR**, pro bratislavskou burzu má hodnotu asi **134 000 EUR**, v případě bulharské burzy je to asi **12,5 mil. EUR**, pro budapešťskou asi **845 mil. EUR**. Zde je vidět, že se s danými emisemi na BCPP opravdu čile obchoduje, větší počet emisí by likviditu trhu proto zřejmě zvýšil. Zajímavé je ale v tomto ukazateli i srovnání s vyspělými trhy: londýnská burza má tento poměr v hodnotě **2,3 mld. EUR**, německá burza **3,6 mld. EUR**, ale např. vídeňská „pouze" **787 mil. EUR** a švýcarská **373 mil. EUR**. Je tedy vidět, že opravdu při větším množství emisí by zřejmě BCPP měla i značně vysoké objemy obchodů v absolutním vyjádření.

Tabulka 2: Počty akciových emisí na členských burzách FESE (k 31. 12. 2007)

Exchange	N° of Companies with Listed Shares		
	Domestic	Foreign	Total
Athens Exchange	280	3	283
Borsa Italiana	301	6	307
Bratislava Stock Exchange	160	0	160
Bucharest Stock Exchange	54	0	54
Budapest Stock Exchange	39	2	41
Bulgarian Stock Exchange	369	0	369
Cyprus Stock Exchange	124	0	124
Deutsche Börse	761	105	866
Euronext	1 043	n/a	1 043
Irish Stock Exchange	60	13	73
Ljubljana Stock Exchange	87	0	87
London Stock Exchange	2 588	719	3 307
Luxembourg Stock Exchange	34	227	261
Malta Stock Exchange	16	0	16
OMX Nordic Exchange	825	26	851
Oslo Børs	208	40	248
Prague Stock Exchange	24	8	32
SIX Swiss Exchange	257	84	341
Spanish Exchanges (BME)	3 498	39	3 537
Warsaw Stock Exchange	352	23	375
Wiener Börse	102	17	119
TOTAL	11 182	1 312	12 494

Zdroj: FESE [online]. [cit. 2008-12-10]. Dostupné z: http://www.fese.be/en/?inc=art&id=3

Tabulka 3: Objem obchodů s akciovými emisemi na členských trzích FESE (za rok 2007, v mil. EUR)

Exchange	Total	
	Trades	Turnover
Athens Exchange	11 615 994	122 364,5
Borsa Italiana	72 568 709	1 680 199,7
Bratislava Stock Exchange	5 836	21,5
Bucharest Stock Exchange	734 540	1 990,0
Budapest Stock Exchange	1 629 373	34 610,3
Bulgarian Stock Exchange	468 173	4 640,7
Cyprus Stock Exchange	685 772	4 019,4
Deutsche Börse	145 019 544	3 144 150,4
Euronext	154 736 326	4 086 811,0
Irish Stock Exchange	862 949	99 550,2
Ljubljana Stock Exchange	230 727	3 382,2
London Stock Exchange	160 989 628	7 544 970,0
Luxembourg Stock Exchange	14 642	175,7
Malta Stock Exchange	10 149	64,7
OMX Nordic Exchange	48 505 408	1 321 806,6
Oslo Børs	12 108 570	399 053,8
Prague Stock Exchange	671 638	36 581,4
SIX Swiss Exchange	7 990 185	126 747,9
Spanish Exchanges (BME)	34 862 618	2 160 320,8
SWX Europe	24 067 457	1 242 024,8
Warsaw Stock Exchange	15 206 827	63 876,1
Wiener Börse	5 576 556	94 488,8
TOTAL	698 561 621	22 171 850,5

Zdroj: : FESE [online]. [cit. 2008-12-10]. Dostupné z: http://www.fese.be/en/?inc=art&id=3

Jiná situace je na dluhopisovém trhu. K analýze použiji obdobné statistiky jako v případě akciových trhů.

Tabulka 4: Počty dluhopisových emisí na členských burzách FESE (k 31. 12. 2007)

Exchange	Total Bonds
Athens Exchange	91
Borsa Italiana	548
Bratislava Stock Exchange	122
Bucharest Stock Exchange	21
Budapest Stock Exchange	113
Bulgarian Stock Exchange	88
Cyprus Stock Exchange	60
Deutsche Börse	26 031
Luxembourg Stock Exchange	31 469
Prague Stock Exchange	132
SIX Swiss Exchange	1 334
Warsaw Stock Exchange	57
Wiener Börse	3 137

Zdroj: FESE [online]. [cit. 2008-12-10]. Dostupné z: http://www.fese.be/en/?inc=art&id=3

Tabulka 5: Objem obchodů s dluhopisovými emisemi na členských trzích FESE (za rok 2007, v mil. EUR)

Exchange	Total	
	Trades	Turnover
Athens Exchange	196	13,4
Borsa Italiana	2 824 071	149 765,60
Bratislava Stock Exchange	2 036	10 361,70
Bucharest Stock Exchange	205	141,8
Budapest Stock Exchange	17 264	839,9
Bulgarian Stock Exchange	1 246	203,4
Cyprus Stock Exchange	94	5,9
Deutsche Börse	2 843 844	229 471,90
London Stock Exchange	437 789	2 623 201,80
Prague Stock Exchange	7 333	18 374,60
SIX Swiss Exchange	461 423	104 831,60
Warsaw Stock Exchange	28 983	461,5
Wiener Börse	28 648	569,9

Zdroj: FESE [online]. [cit. 2008-12-10]. Dostupné z: http://www.fese.be/en/?inc=art&id=3

Z tabulky 4 je vidět, že oproti počtu emisí akciových na trhu BCPP je počet dluhopisových emisí o poznání vyšší. To ovšem není jediný rozdíl. Podíl objemu obchodů na počet emisí je v tomto případě pro BCPP ještě příznivější než u akciových trhů. Je to asi **139 mil. EUR**. U bratislavské burzy je to **85 mil. EUR**, u bulharské **2,31 mil. EUR**, u budapešťské **7,43 mil. EUR**. Londýnská

burza má tento ukazatel v hodnotě **178 mil. EUR**, německá **8,82 mil. EUR**, vídeňská **182 000 EUR** a švýcarská **786 000 EUR.** Z těchto čísel je patrné, že se BCPP v tomto ohledu pohybuje na úplné světové špičce. Ovšem podobně jako u akciových trhů je třeba říci, že pro zajištění likvidity do budoucna bude nutné zajistit vyšší počet emisí dluhopisů.

2 PRIVATE EQUITY A JEHO VÝZNAM V PODMÍNKÁCH ČESKÉHO PODNIKATELSKÉHO PROSTŘEDÍ

Po úvodní kapitole, ve které jsem nastínil problematiku, kterou se tato práce zabývá a popsal prostředí českého kapitálového trhu, se nyní dostávám k jednotlivým zdrojům financování.

Obsahem této kapitoly je problematika Private Equity, jeho využití pro financování podniku. V ní nejdříve rozeberu jednotlivé druhy Private Equity a pokusím se zachytit pozitiva a případná negativa jejich použití pro podniky nacházející se v různých fázích životního cyklu. Na tuto teoretickou část navážu konkrétními případy využití Private Equity podniky na českém trhu a zkušenostmi a poznatky odborníků pohybujících se v dané oblasti. Díky vzájemné interakci mezi jednotlivými zjištěními bych rád na konci kapitoly došel k doporučením pro podniky, jež by do budoucna sloužily k většímu rozvoji Private Equity financování.

2.1 Rozdělení typů investic v rámci Private Equity

Jak jsem již napsal v první kapitole, dělení a terminologie tohoto sektoru se liší podle výkladu, v této práci je pojem Private Equity pojmem označujícím celé odvětví. Jak se tedy toto odvětví dělí?

Přidržím se i nadále terminologie, kterou jsem vybral výše, a podle té do skupiny Private Equity patří následující typy investic: business angels (obchodní andělé), venture capital (rizikový a rozvojový kapitál, o jeho partikulárních typech podrobněji dále) a buyouts (dále v textu upřesním jako podmnožinu tzv. transakčního financování).

2.1.1 Business angels (obchodní andělé)

Business angels jsou soukromí investoři, kteří investují ze svého vlastního kapitálu. Jejich kapitálu je obvykle využíváno v raných stadiích života podniku a uplatňuje se především jako rizikový kapitál. To znamená, že se orientuje především na menší a střední podniky s výrazným

růstovým potenciálem[1]. Často se tito individuální investoři sdružují do tzv. business angels sítí, které jim slouží k zajištění efektivnějšího a racionálnějšího investování.

2.1.2 Venture capital

V rámci tohoto celku se rozlišují nejčastěji následující typy investic[2]:

- **Zárodečné financování (seed capital)** – jedná se o financování ještě před samotným založením společnosti. Typicky je poskytováno na vývoj prototypu budoucího produktu, marketingové průzkumy ještě před uvedením produktu na trh, jeho patentovou ochranu nebo např. na zpracování podnikatelského plánu. Z podstaty věci tedy vyplývá, že se nejedná o vysoké částky, nicméně je to poměrně dlouhá investice a přináší s sebou i náležitě vysokou míru výnosu požadovanou investorem.

- **Startovní financování (start-up capital)** – z názvu vyplývá, že jde už o investici do existující společnosti, nicméně konkrétně do začátku činnosti firmy. Předpokladem je již existující produkt a fungující manažerský tým. Riziko je tedy v tomto případě nižší, ovšem stále poměrně vysoké, i díky dlouhé době návratnosti investice (5–10 let).

- **Financování počátečního rozvoje (early stage development capital)** – zde jsou financovány podniky, které již fungují v určitém omezeném provozu a mají potenciál dalšího růstu. Riziko je zde opět nižší, návratnost investice kratší.

- **Rozvojové financování (later stage development – expansion capital)** – investice do zaběhnutého podniku, za účelem dalšího rozvoje, např. proniknutí na zahraniční trhy. Jde o velmi častý typ venture capital investic, kdy je investovaná částka obvykle poměrně vysoká, ale riziko i tak nižší (vzhledem k fázi života podniku, kdy investice probíhá).

- **Záchranné financování (rescue capital)** – zvláštní typ investice, kdy je zachraňován podnik v ohrožení krachem. Po odvrácení hrozby obvykle navazuje jiný typ Private Equity, díky němuž se má nastartovat růstová fáze.

- **Náhradní financování (debt replacement capital)** – přichází v úvahu v případě, že vysoký podíl cizích zdrojů a s ním spojené nákladové úroky zatěžují podnik a omezují, či

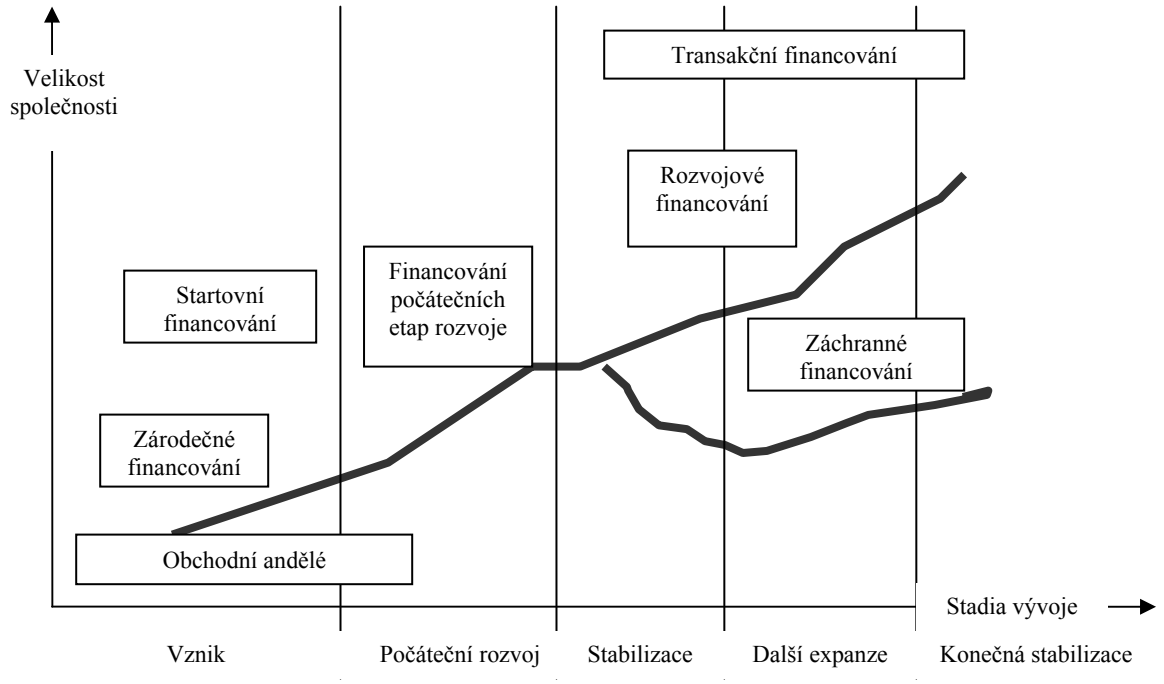
[1] CZECHINVEST [online]. [cit. 2008-11-19]. Dostupné z: <http://www.czechinvest.org/business-angels>
[2] Dvořák, I. – Procházka, P.: Rizikový a rozvojový kapitál. Venture Capital, Management Press, Praha 1998

dokonce znemožňují další rozvoj. Investice venture capital tak vyvažuje podíl cizích a vlastních zdrojů.

2.1.3 Transakční financování (transaction capital)

Jelikož se terminologie a zařazení různých typů Private Equity financování značně liší a některé skupiny se překrývají, nezbývá než pro účely této práce vybrat nějaké členění. Na základě studia různých pramenů jsem se v základním členění odvětví přidržel definice podle EVCA. Nyní při podrobnějším členění již postupuji spíše podle jakéhosi průniku názorů různých autorů, konečné uspořádání je tedy výsledkem mého posouzení. Jelikož základním hlediskem klasifikace je pro mě fáze života příjemce investice, ve které samotná investice probíhá, nejlépe ji zachycuje zřejmě následující schéma.

Schéma 3: Vliv stádia společnosti a její velikosti na typ financování pomocí Private Equity



Zdroj: Nývltová, R. – Režňáková, M.: Mezinárodní kapitálové trhy. Zdroj financování, Grada, Praha 2007, vlastní úprava

K danému schématu bych rád podotknul, že v něm není zachyceno náhradní financování. Důvodem je fakt, že není tak striktně vymezené a teoreticky může být použito v jakékoliv fázi

života podniku, a to jednoduše v případě, kdy je třeba narovnat poměr mezi cizími a vlastními zdroji.

Transakční financování je pojem zahrnující do sebe více typů financování. Zde se projevuje odklon od terminologie používané EVCA (viz. Schéma 1, str. 12). Na něm jsou jako jeden ze tří hlavních podmnožin Private Equity zachyceny tzv. buyouts. V tomto textu jsou ovšem buyouts vnímány jako podmnožina transakčního financování. Do toho spadá kromě již zmíněných buyouts i financování akvizic a fúzí (acquisition capital; používá se k nákupu již existujících společností). Buyouts existuje více podob, společným rysem je fakt, že se jedná o financování odkupu již existujícího a zaběhnutého podniku jeho současným, nebo budoucím managementem. Jednotlivé metody přiblížím v následujícím přehledu[1]:

- **MBO (management buyout)** – existující management odkupuje od majitelů společnosti většinu nebo všechny akcie nebo podíly.
- **MBI (management buy-in)** – odkup akcií či podílů manažery vnějšími, přebírají tak vedení společnosti.
- **BIMBO (management buy-in-byu-out)** – kombinace předchozích, při odkupu se spojuje existující management s vnějšími manažery.
- **LBO (leveraged byuout)** – MBO operace, která je do značné míry financována prostřednictvím úvěru.
- **LMBO (large MBO)** – jedná se o MBO u velké společnosti, zpravidla obchodované na veřejných trzích.
- **IBO (institutional buyout)[2]** – jedná se o odkup akcií nebo podílů skupinou finančních investorů.

2.2 Proces financování Private Equity

Celý proces probíhá na trhu Private Equity kapitálu, jehož prostředí je tvořeno skupinou subjektů a vztahů mezi nimi. Subjekty tohoto trhu jsou následující[1]:

[1] Dvořák, I. – Procházka, P.: Rizikový a rozvojový kapitál. Venture Capital, Management Press, Praha 1998
[2] Nývltová, R. – Režňáková, M.: Mezinárodní kapitálové trhy. Zdroj financování, Grada, Praha 2007

- **Primární investoři** – jedná se o skupinu subjektů, které poskytují svůj kapitál pro účely investování; patří sem jednak individuální investoři (fyzické osoby) a jednak institucionální investoři jako penzijní fondy (ovšem prozatím ne v ČR), banky, pojišťovny, ale například i vládní agentury.

- **Investiční nosiče** – jedná se o zprostředkující prvek mezi investory a cíli jejich investic, tedy příjemci. Jsou jimi fondy rizikového a rozvojového kapitálu, obecněji Private Equity fondy. Tyto fondy jsou zakládány právě za účelem shromažďování investičních prostředků od investorů a jejich investování do jednotlivých projektů.

- **Manažerské společnosti** – jsou zakládány fondy k zabezpečení vlastní činnosti, posuzují investiční příležitosti, provádí jejich výběr, monitorování a správu portfolia a na konci i exit z investice. Nicméně o konečném přijetí, či nepřijetí investice rozhoduje investiční výbor složený ze zástupců jednotlivých investorů.

- **Cílové společnosti** – společnosti, které jsou příjemci Private Equity investic.

Jak tedy v modelovém případě celý proces probíhá?

Dá se rozdělit na několik hlavních fází, kterými jsou vyhledávání a vyhodnocování investičních příležitostí fondem, respektive manažerskou společností fondu, výběr a realizace investic, monitorování investic a dezinvestice.

2.2.1.1 Vyhledávání a vyhodnocování investičních příležitostí

Fondy Private Equity kapitálu mohou mít více různých strategií, jaké investiční příležitosti vyhledávat a případně využívat. V zásadě existují dvě kritéria specializace, a to jednak kritérium životní fáze podniku, do kterého investují, a jednak odvětvové kritérium. Pokud vezmu v úvahu hledisko životní fáze podniku, většinou se fondy specializují na úzce profilované subjekty v určité fázi životního cyklu. Tato specializace je dána mimo jiné i upřednostňovaným rozsahem kapitálu, který fond obvykle investuje. Z hlediska odvětvové specializace se některé fondy orientují na podniky, které operují v jim známém sektoru. Využívají tak znalosti a zkušenosti svých managerů. Nicméně v praxi má mnohem větší význam specializace dle fáze životního cyklu než specializace odvětvová, kterou lze vysledovat u menšího množství objektů.

[1] Dvořák, I. – Procházka, P.: Rizikový a rozvojový kapitál. Venture Capital, Management Press, Praha 1998

Je potřeba říci, že již tato první fáze investičního procesu je nesmírně důležitá pro fungování fondu a jen velmi malé procento potenciálních projektů touto fází úspěšně projde.

Samotné vyhledávání je víceméně úkolem manažerských společností fondů, jež využívají vedle běžně dostupných informací i pomoc poradenských společností v rámci hledání vhodných zdrojů rozvoje klientských společností (jedná se tedy v podstatě o jakousi formu zprostředkování).

Při samotném vyhodnocování investičních příležitostí vychází fondy především z podnikatelského plánu, přičemž jsou posuzována zejména tato kritéria[1]: potenciál produktu či služby, kvalifikovanost a loajálnost vedení cílové společnosti, potenciální výnos investice, délka investice a eventuální obtížnost exitu z investice a výše či míra osobního vkladu dosavadních vlastníků do investičního projektu.

2.2.1.2 Výběr a realizace investice

Pokud se vybere na základě posouzení podnikatelského plánu potenciální projekt, následuje další prověření cílové společnosti (jedná se o velmi důležitý krok pro investora). Nástrojem je komplexní interní audit, při němž se posuzují finanční výkonnost a stabilita, informační systémy, procesy, ale například i klíčoví obchodní partneři a manažeři podniku (tzv. due dilligence).

Na základě tohoto procesu a po vyřešení případných nedostatků je stanovena výše investice a následně po ocenění cílové společnosti i podíl investora na jejím majetku. Nezbytnými součástmi dohody o budoucí investici je délka investičního období, finanční a kapitálové toky mezi fondem a cílovou společností, způsoby odměňování manažerů a vlastníků společnosti a ustanovení o ochraně fondem investovaného kapitálu.

Samotné hodnocení investice pak probíhá s využitím metody vnitřního výnosového procenta IRR, Internal Rate of Return).

2.2.1.3 Monitoring investic a řešení krizových situací

Jelikož investování Private Equity kapitálem je v podstatě i majetkovým vstupem do cílové společnosti, je pozice fondu jakožto kontrolora mnohem snazší než například v případě finanční investice. Zástupci fondu jsou totiž delegováni do řídících orgánů společnosti a jsou tak účastníky nikoli pouze strategického, ale i operativního řízení společnosti. Ti ze zástupců, kteří jsou zvoleni za

[1] Nývltová, R. – Režňáková, M.: Mezinárodní kapitálové trhy. Zdroj financování, Grada, Praha 2007

manažery, tak neprovádí pouze kontrolní funkci, ale přebírají veškeré funkce jejich postům příslušející – vedle kontrolování tak provádějí plánování, organizování, personalistiku a vedení lidí[1].

Vyskytnou-li se během investice nějaké problémy či odchylky od předpokládaného průběhu, je třeba objektivně rozlišit, zda mají vnější nebo vnitřní původ. Mají-li vnější příčinu a jsou tak důsledkem podnikatelského rizika, je třeba přehodnotit a případně upravit příslušné aspekty investice. Pokud ovšem mají příčinu uvnitř společnosti, může dojít i k převzetí řízení společnosti fondem a k následné rekonstrukci managementu. Krajním řešením pak je i možnost úplného opuštění investice ze strany fondu.

2.2.1.4 Dezinvestice

Zde se jedná již o závěrečnou etapu úspěšného investičního projektu. Pro společnost to znamená vždy změnu vlastnické struktury, v některých případech i finanční struktury (když je vlastní kapitál fondu nahrazen jakoukoliv formou cizího kapitálu). Pro fond to znamená odprodej svého podílu ve společnosti a odchod z ní.

Stejně jako při určení podílu investora je potřeba i pro odprodej jeho podílu na konci investice určit současnou tržní hodnotu společnosti.

Forem odchodu fondu ze společnosti je více, dělí se v zásadě na dobrovolné a nedobrovolné (neplánované). Nedobrovolné vystoupení je krajní možností opuštění nevydařené investice, kdy se nepodaří žádným relevantním způsobem vyřešit nastalou krizi. Je vždy spojeno s větší či menší ztrátou, v praxi se provádí prodejem majetkového podílu fondu pod cenou či rozprodáním aktiv společnosti po částech v likvidaci.

Mnohem častější jsou ovšem případy, kdy je investice zakončena odchodem plánovaným. Varianty jsou následující:

- **Zpětný odkup** – tato forma je využívána často jako pojistka pro případ budoucí neschopnosti odprodat podíl strategickému partnerovi či uvézt společnost úspěšně na burzu. Často proto bývá již předmětem smluvních ujednání ve smlouvě o investování na samé počátku investice.

[1] Koontz, H. – Weihrich, H.: Management, Victoria Publishing, Praha, 1993

- **Prodej strategickému partnerovi** – používá se nejčastěji v případech, kdy management nemá zájem či dostatečné prostředky k odkupu podílu. Pro fond to obvykle znamená značný úspěch, neboť strategický partner, ve snaze začlenit danou společnost do svých struktur a získat tak významný efekt, je logicky ochoten dobře zaplatit.

- **Veřejný úpis akcií (IPO, Initial Public Offering)** – na tomto místě se protíná problematika Private Equity s jedním z dalších dvou stěžejních témat této práce, a to právě s veřejnými emisemi akcií. Proto jsem také apeloval v části týkající se kapitálového trhu v ČR na potřebu zvýšení efektivnosti a likvidity kapitálového trhu. Na vyspělých zahraničních trzích (ve smyslu existence silného Private Equity sektoru a kapitálového trhu) je totiž právě tato forma prodeje podílu pro fond nejvýnosnější a tedy velice často využívaná, neboť poskytuje investorům vyšší výnosy. Nicméně relativní obtížnost zapříčiňuje fakt, že například i ve Velké Británii, která se určitě pyšní předpoklady k úspěšným dezinvesticím tohoto typu, jsou takto opuštěna pouze dvě procenta cílových společností (viz. Obrázek 1). V České republice byl tento způsob realizovaný pouze u společnosti ZENTIVA (viz. dále).

Obrázek 1: Dezinvestice v UK za rok 2005

Type of divestment	Amount divested		Number of divestments		Number of companies	
	£m	%	No	%	No	%
Divestment on flotation	440	5	60	2	40	3
Sale of quoted equity	436	4	315	11	187	12
Trade sale	2,240	23	480	17	261	17
Sale to another private equity firm	1,000	10	103	4	75	5
Sale to financial institutions	339	3	18	1	14	1
Sale to management (buy-back)	266	3	362	13	217	14
Divestment by other means (not including loan repayments)	1,411	14	356	13	164	11
Repayment of preference shares/loans	3,069	31	765	27	371	24
Write-off	565	6	378	13	213	14
Total	9,766	100	2,837	100	1,542	100

Zdroj: BVCA [online]. [cit. 2008-11-20]. Report on Investment Activity. Dostupné z: < http://www.bvca.co.uk/>

- **Refinancování** – znamená odkup a nahrazení dosavadního investora jiným zdrojem Private Equity kapitálu. S tím, jak se cílová společnost vyvíjí, má jiné potřeby, a tak nastupuje jiný typ Private Equity na místo toho původního.

Tímto jsem již vyčerpal téma týkající se postupu při těchto způsobech financování a přejdu k analýze jejich pozitiv a negativ.

2.3 Přínosy a negativa financování prostřednictvím Private Equity v ČR v různých fázích životního cyklu podniku

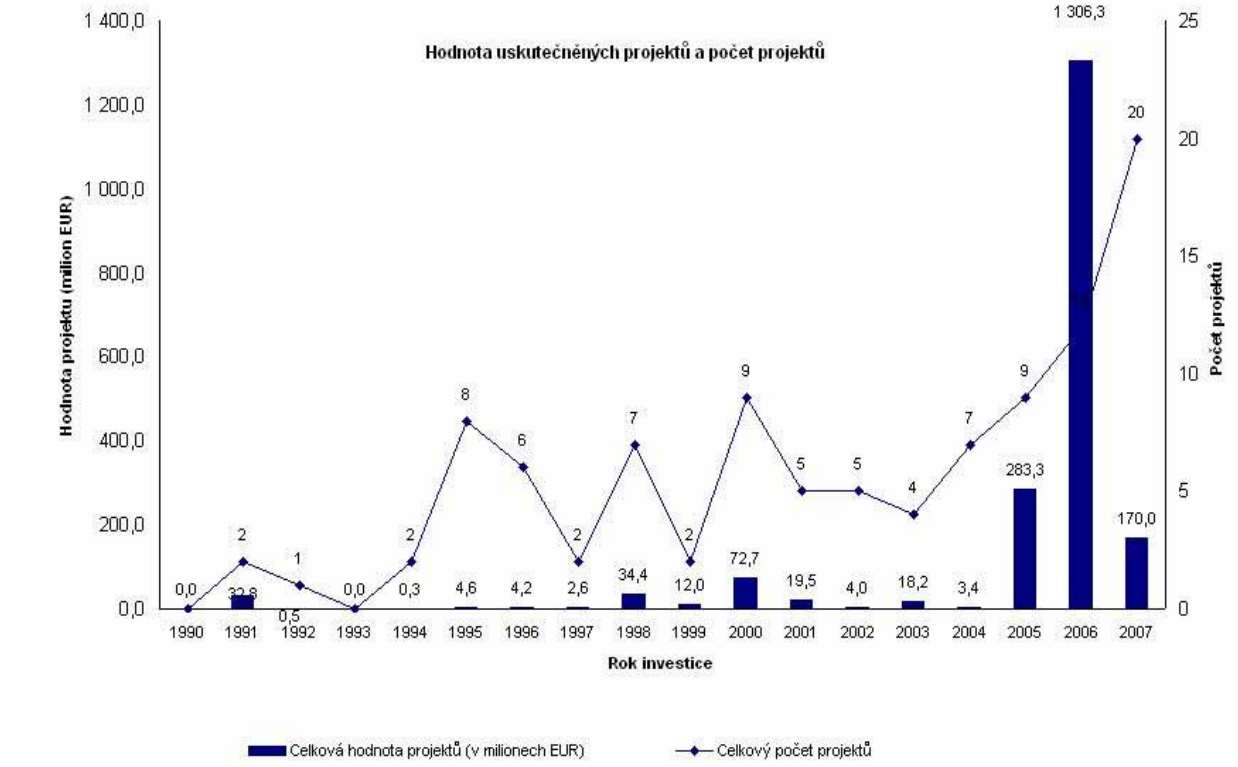
Než se dostanu k hodnocení Private Equity kapitálu jako zdroje financování a možnostem, jak ho více využívat, přináším přehled stavu celého oboru v podmínkách českého ekonomického prostoru.

2.3.1 Vývoj a stav segmentu Private Equity v ČR

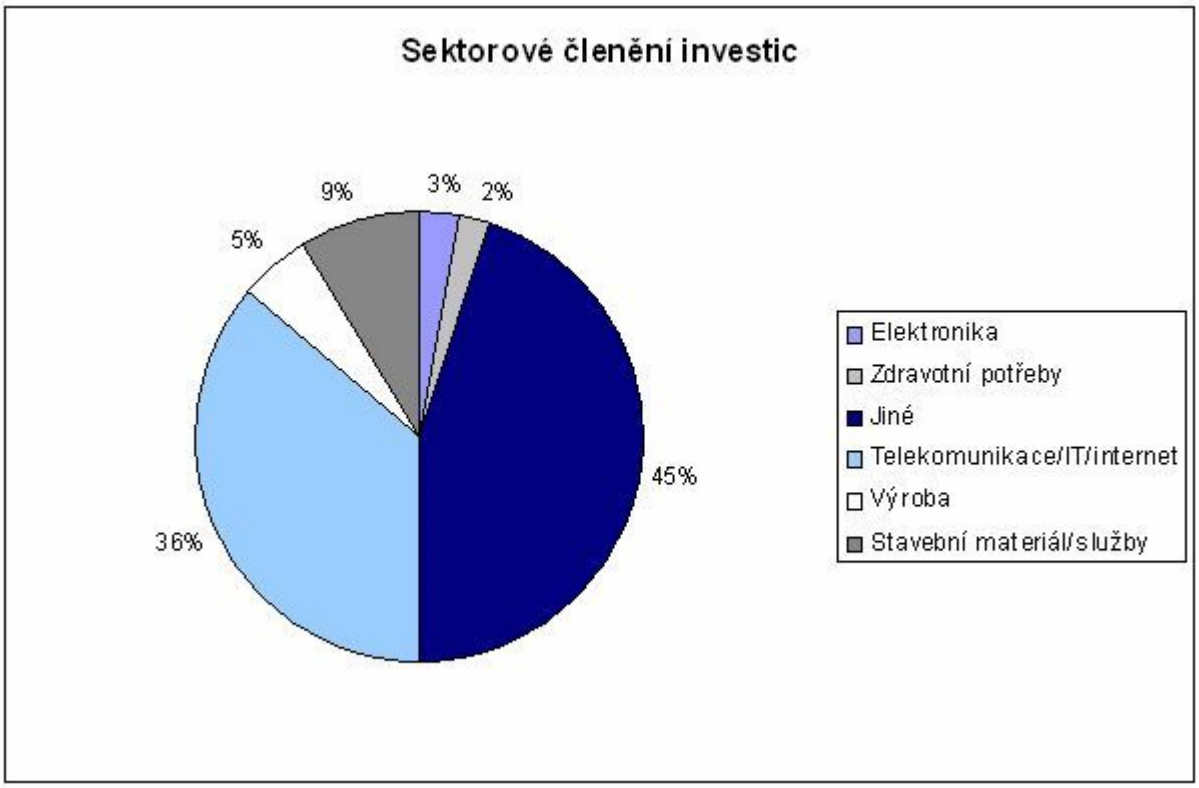
Současný stav Private Equity v České republice není nikterak růžový. Bohužel se toto konstatování dá opřít o statistická data. V 90. letech existoval v ČSFR, respektive později v ČR poměrně značný prostor a potenciál pro tento segment ekonomiky. Byla zde velká řada malých a středních podniků, které buď potřebovaly restrukturalizaci, či stály na počátku své existence.[1] Zásadním problémem pro většinu z nich byla značná podkapitalizovanost, která přímo „volala“ po dodatečném kapitálu ze zahraničí, mimo jiné z rukou Private Equity subjektů. Na druhou stranu zde bylo několik důležitých faktorů, které zřejmě většinu potenciálních investorů odradily. Byly jimi zejména nedostatečná podpora tohoto typu investic ze strany orgánů státní správy (právní rámec a vysoké zdanění kapitálových výnosů) a situace na kapitálovém trhu. V té době totiž na veřejných trzích byl obchodován velký počet společností, které svojí povahou spíše vyžadovaly financování pomocí Private Equity než veřejným kapitálem. Došlo tak v podstatě k vytlačení investic Private Equity veřejným kapitálem. Toto období je už ale poměrně dlouho za námi. Jak to vypadá v současnosti? Na začátek trochu statistiky:

[1] Dvořák, I. – Procházka, P.: Rizikový a rozvojový kapitál. Venture Capital, Management Press, Praha 1998

Obrázek 2: Hodnota uskutečněných projektů a počet projektů
Zdroj: CVCA [online]. C 2007, [cit. 2008-11-19]. Dostupné z: <http://www.cvca.cz/cs/rizikovy-kapital/statistiky.html>



Obrázek 3: Sektorové členění investic



Zdroj: CVCA [online]. C 2007, [cit. 2008-11-19]. Dostupné z: <http://www.cvca.cz/cs/rizikovy-kapital/statistiky.html>

Při posuzování stavu tohoto odvětví v ČR budu vycházet z více zdrojů, z nichž nejdůležitější jsou hodnotící zprávy EVCA a CVCA. Podle těchto zpráv se dá charakterizovat zdejší vývoj následujícími základními údaji – objemem nashromážděných prostředků a provedených investic.[1] Už podle vývoje objemu nashromážděných prostředků je vidět, že v tomto segmentu ještě nedošlo k jasnému vyprofilování. Tyto objemy se totiž rok od roku pohybují oběma směry: v roce 2003 to bylo asi 94 mil. EUR, o rok později již jen 5 mil. EUR, v roce 2005 163 mil. EUR, v roce 2006 3,4 mil. EUR a v roce minulém 78 mil. EUR. Je zde patrná značná fluktuace. Zatímco ještě v roce 2006 byly zdrojem výhradně fondy fondů, vloni zhruba třetina prostředků pocházela od soukromých osob a bank a dvě třetiny od vládních agentur.

Co se týče objemu a struktury realizovaných investic, jsou k dispozici také zajímavá čísla. Objem investic do místních podniků byl v roce 2007 přes 200 mil. EUR, z toho necelých 70 % obstarali domácí investoři. Podle odvětví se nejvíc investovalo do spotřebního zboží, maloobchodu a

[1] CVCA [online]. [Cit. 2008-11-19]. EVCA Yearbook 2007, extrakt. Dostupné z: <http://www.cvca.cz/miranda2/export/sites/www.cvca.cz/cs/sys/galerie-download/Czech_Republic_yearbook_2007_EVCA.pdf>

dopravního sektoru. Preferovaným typem investic jsou přibližně napůl buyouts a rozvojové financování. Poměrně nízké využití Private Equity ukazuje i jeho podíl na HDP – pohybuje se řádově v rozmezí 0,1 až 0,3 % HDP, přičemž u zemí jako je Spojené království, Švédsko, nebo Nizozemí, činí tento podíl obvykle jedno procento a výše[1].

Zapojení prostředků z vládních agentur ukazuje, že první z nedostatků se již vláda snaží napravit. Ostatně využití tzv. nových nástrojů financování je součástí prioritní osy 1 (VZNIK FIREM) Operačního programu Podnikání a inovace Ministerstva průmyslu a obchodu ČR ve spolupráci s agenturou CzechInvest[2]. Cílem je podpora malých, potenciálně velmi úspěšných společností, a podpora inovací. Navíc by k podobným cílům měla přispět i opatření ze strany Evropské unie. Pro roky 2007–2013 je v platnosti Rámcový program pro konkurenceschopnost a inovace (CIP) a tzv. program JEREMIE (Společné evropské zdroje pro menší až střední podniky). V podstatě se jedná o kombinaci veřejných a soukromých zdrojů, kdy EU spolufinancuje fondy venture kapitálu z prostředků Evropské investiční banky.[3] Diskutabilní je však celá idea financování či spolufinancování tohoto sektoru veřejnými zdroji (koneckonců Private Equity se dá přeložit jako „soukromý kapitál“).

Velkými problémy nicméně zůstávají některé prvky právního a daňového systému, které do značné míry omezují možnost nárůstu Private Equity investic. Jedním z hlavních problémů je právní úprava penzijních fondů a pojišťoven. Ty totiž stále v současnost nemohou investovat do Private Equity, přestože by to byl vhodný zdroj finančních prostředků pro celé odvětví. Naštěstí se zdá, že by se tato záležitost mohla brzy vyřešit. Na začátku příštího roku by vláda měla mít připraven návrh zákona, podle kterého by penzijní společnosti vytvořily tři skupiny fondů s různým investičním profilem (s různým rizikem a tedy i výnosem). Zákazník by si pak dle svého přání vybral, do kterého z nich své prostředky uloží.[4] Koneckonců tento nedostatek byl v hodnotící zprávě EVCA zdůrazněn jako nejdůležitější. Právě penzijní fondy a pojišťovny jsou obvykle největšími přispěvateli do systému Private Equity, souvisí to především s faktem, že stejně jako projekty v Private Equity fungují především ve střednědobém až dlouhodobém horizontu, tak i penzijní fondy a

[1] CVCA [online]. C 2008, [cit. 2008-11-19]. Central and Eastern Europe Statistics. An EVCA Special Paper. Dostupné z: <http://www.cvca.cz/cs/ke-stazeni.html>
[2] CZECHINVEST [online]. [cit. 2008-11-19]. Operační program Podnikání a inovace. Dostupné z: <http://www.czechinvest.org/co-je-to-oppi>
[3] MPO ČR [online]. [cit. 2008-11-19]. Rámcový program Konkurenceschopnost a inovace. Dostupné z: <http://www.mpo.cz/dokument38402.html>
[4] CVCA [online]. C 2008, [cit. 2008-11-20]. Dostupné z: <http://www.cvca.cz/cs/sys/novinky/Penzijni_fondy>

pojišťovny pracují spíše s dlouhodobou perspektivou a shromažďují tak značné disponibilní prostředky, které potřebují výhodně investovat. Nemožnost vytvořit portfolio, které by obsahovalo i rizikovější aktiva (jako například investice Private Equity), tak ubírá potenciál na několika frontách najednou.

Druhým úhlem pohledu na zvýšení efektivity daňového a právního prostředí pro zvýšení využití Private Equity je hledisko společností, které jsou příjemci financí z těchto zdrojů. Proinovativní kulturu je potřeba stavět i odspodu, na úrovni podnikatelů. EVCA tak stanovila kritéria pro posouzení procesu zlepšování prostředí. Jedním z nich je zavedení statutu tzv. „horlivé" společnosti, tzn. vysoce proinovativní společnosti, které by tento status zajistil fiskální a sociální zvýhodnění. Dalšími jsou pak efektivní daňové sazby daně z příjmu právnických osob a vhodný systém podpory výzkumu a vývoje. Pohled na stav těchto opatření v ČR je nicméně do budoucna poměrně optimistický. V platnosti je komunitární Rámcový program Konkurenceschopnost a inovace (CIP), v jehož rámci funguje i klíčový podprogram pro danou oblast, a to Operační program podnikání a inovace (OPPI).[1] V rámci Koncepce rozvoje malého a středního podnikání na léta 2007–2013 je navíc stanoven záměr vybudovat systém poskytování přímých podpor těmto podnikům prostřednictvím záruk, zvýhodněných úvěrů a právě rizikového kapitálu. Nicméně v roce 2006 stále podmínky nebyly zdaleka ideální. Nemáme zvláštní sníženou daňovou sazbu z příjmu pro malé a střední podniky, ale situace se zlepšila v oblasti přímých podpor na výzkum a vývoj. Přímé podpory jsou poskytovány na výzkumné projekty a spolupráci firem se vzdělávacími institucemi. Příznivé je poměrně nízké zdanění příjmů jednotlivců, oproti tomu zdanění kapitálových výnosů je vyšší než evropský průměr.[2]

2.3.2 Využití různých typů Private Equity pro financování podniku

Jak už jsem zmínil výše, typologie Private Equity použitá v této práci vesměs vychází z fáze životního cyklu podniku, jež se chystá ten který typ Private Equity využít, a také z účelu, za kterým má být využit. V tom ovšem spočívá jedna z výhod tohoto financování, neboť cílová společnost může během své existence teoreticky využít několik typů Private Equity jako své finanční zdroje. Co tedy cílové společnosti získávají využitím Private Equity kapitálu a co naopak ztrácí?

[1] MPO ČR [online]. C 2008, [cit. 2008-11-19]. Dostupné z: <http://www.mpo.cz/dokument38402.html>
[2] CVCA [online]. C 2006, [cit. 2008-11-19]. Benchmarking European Tax and Legal Environments. Dostupné z: <http://www.cvca.cz/miranda2/export/sites/www.cvca.cz/cs/sys/galerie-download/FINAL-EVCA-BENCHMARK-2006.pdf>

Předně je potřeba jednou provždy vysvětlit jeden fakt, který může působit na potenciální zájemce o Private Equity značně negativním psychologickým dojmem. V Česku hojně uvažovaný ekvivalent *rizikový kapitál* totiž nemá vyjadřovat nejistý původ tohoto kapitálu, ale naopak riziko spojené s jeho investicí a návratností. Je tedy třeba říci, že se jedná o riziko na straně nabídky finančních zdrojů, tedy u investora. Může se to zdát nepodstatné, ale daná věc ve spojení s nedostatečným povědomím o tomto sektoru mezi českými podnikateli má potenciál vyvolat silně negativní „první dojem".

Prvním a jistě zcela zásadním pozitivem Private Equity z pohledu jeho příjemce je samotná podstata celé transakce, tedy fakt, že je pro podnikatele zdrojem finančních prostředků využitelných pro jeho podnikatelskou činnost. Navíc je to často také poslední relevantní možnost, jak dané prostředky získat. S těmito projekty je totiž často spojeno vyšší riziko pro investora, a proto je velmi často obtížné získat na jejich financování úvěr[1]. Samozřejmě s touto výhodou přichází ruku v ruce i první negativum, a to vyšší výnos požadovaný za poskytnutý kapitál investorem. Kapitál takto získaný je ale kapitálem středně-až dlouhodobým, nevyžaduje obvykle jištění aktivy a zisk z celého projektu realizuje investor zpravidla až na konci celé investice.

Na druhou stranu se podnikatelé mohou spolehnout, že získávají silného a strategického partnera, který má stejný cíl jako oni samotní. Jelikož nový partner do společnosti majetkově vstupuje (zvyšuje se vlastní kapitál, ne cizí zdroje jako v případě dluhového financování), je přímo zainteresován na maximalizaci hodnoty společnosti a jejích zisků, a zcela jistě se o to bude silně zasazovat[2]. S tím souvisí zřejmě největší nevýhoda tohoto financování, na níž se shoduje většina autorů. Podle mého názoru se jedná možná spíše o psychologický efekt, kdy u českých podnikatelů stále ještě přetrvává nedůvěra k něčemu novému a cizímu a také neochota podílet se najednou o vedení své společnosti. Ano, právě to zcela pochopitelně investor požaduje, účast na vedení společnosti. Je to opravdu logické, vezme-li se v úvahu fakt, že se jedná o majetkový vstup do společnosti, navíc za podmínek, které jsem zmínil výše. Ovšem k této účasti na vedení se vážou i jisté výhody pro podnikatele – tento investorský subjekt má totiž obvykle značné renomé a zkušenosti, může společnosti poskytnout cenné informace a kontakty, navíc díky své síle v pozdějších fázích života společnosti zajistit i jiné zdroje financování (např. bankovní úvěr).

[1] Pavlát, V. a kol.: Kapitálové trhy, Professional Publishing, 2003
[2] ČSOB [online]. C 2007, [cit. 2008-11-22]. Fondy rizikového kapitálu jsou výnosnější než akciové trhy. Dostupné z: <http://www.csob.cz/bankcz/cz/SME/Infoservis/Finance-dane/Pojisteni-a-investovani/>

Posledním negativem, či spíše lehkou nepříjemností, je zvýšená informační povinnost podnikatele o společnosti vůči investorovi, která jde ruku v ruce s jeho účastí na vedení společnosti.

Pro shrnutí je tedy třeba říci, že podnikateli v této situaci klesne podíl na společnosti a také ztrácí do značné míry samostatnost v rozhodování. Tyto dvě pravdy jsou zřejmě největším negativem v očích podnikatelů. Nicméně se domnívám, že po překonání těchto, z velké části psychologických, překážek více než dostatečně převáží pozitiva, která s sebou Private Equity jako zdroj financování přináší.

2.4 Možná opatření pro zlepšení situace v segmentu Private Equity v českém ekonomickém prostoru

Možností, jak připravit příznivější prostředí pro rozvoj celého segmentu je zcela jistě poměrně dost a jednotliví autoři a lidé pohybující se v dané oblasti mají také poměrně různorodý pohled na celou situaci. Celou tuto skupinu opatření pro potřeby této práce rozdělím podle subjektů, kterých by se měla bezprostředně týkat, respektive, které by je měly přijmout. Pokud by takto všechny subjekty jednaly, věřím, že by došlo k poměrně rychlému růstu segmentu.

2.4.1 Opatření na straně potenciálních příjemců investic Private Equity

Jaké podmínky mají splňovat podnikatelé jakožto zájemci o finanční prostředky od investorů?

Především je třeba, aby daný podnikatel měl pro investory zajímavý projekt, jehož podstatou je potenciálně úspěšný produkt či služba. Podnikatelé musejí počítat s výše zmíněnou nutností sdělit značné množství informací nejen o výrobku či službě, ale i o společnosti samotné (včetně vlastnické struktury, managementu společnosti i jeho členů, vnitřních procesů, používaných technologií, distribučních kanálů, finančních plánů apod.). Jako souhrn těchto informací vytvoří podnikatelský záměr, který je následně posuzován investorem[1].

Prvním předpokladem je tedy napsat investorsky zajímavý podnikatelský plán. S tím již souvisí i nutnost, aby podnikatelé jako strana poptávky po investičních prostředcích tohoto typu tedy překonali nechuť a strach a přijali představu, že dočasně ztratí určitý podíl na majetku společnosti, řízení společnosti, a že budou muset zdánlivě „cizí“ osobě podávat větší množství informací (a to

[1] Dvořák, I. – Procházka, P.: Rizikový a rozvojový kapitál. Venture Capital, Management Press, Praha 1998

nejen na začátku celého procesu, ale i během celé doby trvání projektu). Výměnou bude s vysokou pravděpodobností nejen finanční zisk z dané investice (investoři přijímají jen velmi malé procento návrhů, po pečlivém uvážení a due-dilligence), ale i nepřímé cenné přínosy pro všechny oblasti fungování společnosti.

2.4.2 Opatření na straně veřejného sektoru

Zdá se, že největší díl opatření podporujících rozvoj sektoru Private Equity leží na straně státních orgánů a orgánů veřejné správy. Nejedná se však pouze o zavádění nových opatření, ale i o rušení některých stávajících. Při tomto rozboru budu vycházet především ze studie organizace EVCA[1].

Tento dokument obsahuje devět doporučení pro rozvoj odvětví a dělí je do tří skupin.

2.4.2.1 Péče o evropské podnikatelské prostředí, kulturu a vzdělávání

Tato kapitola konstatuje nedostatek rychle rostoucích podniků založených na znalostech v rámci evropského prostoru a potřebu tento sektor důležitý pro růst ekonomiky dále rozvíjet.

Prvním doporučením je vytvořit adekvátní právní rámec podnikání. Konkrétními úkoly je zefektivnění jednotného vnitřního trhu prostřednictvím unifikace právní úpravy obchodních společností, dále zjednodušení jejich zakládání, snížení nákladů na soulad s administrativními a regulačními předpisy. Dále je kladen důraz na zlepšení přístupu k financování pro všechna stádia životního cyklu podniku a úpravu insolvenčních a úpadkových předpisů.

Druhým doporučením je iniciativa, která se snaží zavézt výuku podnikatelských principů do vzdělávacích schémat, a také podporovat a rozvíjet povědomí o výhodách vztahu mezi podnikateli a Private Equity investory. Jedná se tedy o vzdělávání a podpůrné programy pro podnikání.

2.4.2.2 Propagace inovací a výzkumu a vývoje

Prvním úkolem v rámci této skupiny doporučení je nutnost vytvoření prostředí vhodného pro špičkový světový výzkum. Dílčími cíli je přilákání nejtalentovanějších vědců a účinnější propojení univerzit a soukromého sektoru.

[1] EVCA [online]. C 2005, [cit. 2008-11-21]. EVCA Public Policy Priorities. White Paper. Dostupné z: <http://www.evca.eu/uploadedFiles/white_paper(public_policy_priorities).pdf>

Zavedení statutu tzv. mladé inovativní společnosti, jíž by byla zaručena podpora ze strany státu ve formě pobídek a různých benefitů jako odměna za odhodlání začít podnikat.

Nezbytností pro podporu inovací je také zcela jistě zlepšování úrovně ochrany práv duševního vlastnictví (například patentová ochrana). V praxi se jedná kupříkladu o zkracování lhůty a snižování nákladů spojených se získáním patentové ochrany nebo sladění celého systému s ostatními systémy ochrany ve světě.

Co se týče této skupiny opatření, je v účinnosti na léta 2007–2013 již výše zmíněný Operační Program podnikání a investice (OPPI). Ten rozpracovává hlavní strategické dokumenty ČR a legislativu ES/EU. Prostředky z něj jsou rozdělovány mezi jednotlivé prioritní osy odpovídající jednotlivým specifickým cílům programu. Takto je součástí Programu, konkrétně Prioritní osy 1, i podpora využití nových finančních nástrojů. Úzce pak s tímto souvisí i Prioritní osy 4 (podpora inovací a inovační aktivity podniků) a Prioritní osy 5 (prostředí pro podnikání a inovace). Zdá se, že programově je tato oblast rozpracována dostatečně, ale konkrétní výsledky ještě v důsledku raného stádia OPPI k dispozici nejsou.

2.4.2.3 Usnadnění shromažďování a investování prostředků Private Equity fondů

Některé skupiny investorů nemají zákonem umožněno investovat do Private Equity fondů, přestože mají vhodný profil pro tyto investice. Úkolem pro národní vlády zůstává vhodná implementace Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/41/ES ze dne 3. června 2003 o činnostech institucí zaměstnaneckého penzijního pojištění a dohledu nad nimi (směrnice o penzijních fondech) a zajištění takových podmínek, aby nařízení týkající se kapitálové přiměřenosti nedusila investiční aktivitu.

Dalším úkolem je zvýšit objem dostupných investičních prostředků podporou určitých oblastí, sektorů nebo fází života podniku. Veřejné prostředky by měly být investovány pouze do oblastí nebo subjektů, kde je to evidentně a bezprostředně nutné. Tyto prostředky by měly být poskytovány prostřednictvím Private Equity fondů, přičemž by nikdy neměly přesáhnout podíl 50 % na celkových prostředcích fondu a jejich využití by mělo být pravidelně a účinně kontrolováno.

Další opatření souvisí bezprostředně s rozvojem a využitím potenciálu jednotného vnitřního trhu. Jedná se o vytvoření jednotného evropského systému fondů Private Equity pro zajištění

rozvoje přeshraničních investic. Státy by měly podporovat vznik panevropských trhů pro obchodování cenných papírů společností s vysokým potenciálem.

I v této oblasti se již situace zlepšuje (viz. Strana 41).

Ohledně možných opatření ke zlepšení jsem vedl konzultace s odborníky pohybujícími se v dané oblasti. Prvním z nich je ing. Petr Nechvátal, Investment Director Czech Republic and Slovakia společnosti KBC Private Equity, která je investiční společností skupiny KBC. KBC Private Equity se zabývá především poskytováním rozvojového kapitálu a financováním manažerských odkupů pro středně velké firmy působících na domovských trzích Skupiny KBC. Svým zaměřením se profiluje jako zástupce středního proudu tohoto odvětví, v pozici mezi malými investičními fondy a velkými anglosaskými fondy. Z výsledků vzájemné konzultace s ním bych vyzdvihl 4 okruhy témat, v jejichž rámci by mohly nastat změny ze strany veřejného sektoru. Každé z nich jsem dále rozpracoval v následujícím textu.

a) **Nízká kapitalizace**

Pravidla nízké kapitalizace určují daňovou uznatelnost či neuznatelnost úroků plynoucích z úvěrů a půjček, jednak od tzv. nespojených osob (např. bankovní úvěr), jednak tzv. spojených osob (společníků, dceřiných či sesterských společností a podobně)[1]. Jelikož jsou úroky z úvěru obecně nákladem, část zisku dlužníka se pak přenáší ve prospěch věřitele. V případě spojených osob to umožňuje daňovou optimalizaci, popřípadě u zahraničních věřitelů únik části zisku domácí společnosti jakožto dlužníka do zahraničí. Proto státy limitují výši daňově uznatelných úroků z úvěrů a půjček, nejčastěji na základě poměru vlastního kapitálu a úvěrů a půjček spojených osob. Jimi se dle zákona č. 586/1992, o dani z příjmů, rozumí jednak kapitálově spojené osoby (osoby přímo kapitálově spojené a osoby kapitálově spojené, viz § 23, odst. (7)), jednak jinak spojené osoby (např. osoby blízké nebo osoba ovládající a ovládaná). Finanční náklady z úvěrů a půjček tak zahrnují nejen samotné úroky, ale i poplatky související s případným zajištěním úvěru či vyřízením úvěru. Samotná daňová uznatelnost těchto nákladů podléhá následujícím kritériím, jejichž splnění se posuzuje samostatně. Po novele z roku 2008 se zpětným účinkem došlo k rozvolnění podmínek pro

[1] PROFIT [online]. C 2008, [cit. 2008-12-07]. Čech, V.: Nízká kapitalizace: znovu jiná pravidla?. Dostupné z: <http://www.profit.cz/nizka-kapitalizace:-znovu-jina-pravidla-/29450.html>

úvěrování od osob nespojených, naopak v případě osob spojených zůstává úprava poměrně striktní. Finanční náklady jsou *neuznatelnými* (viz § 25, odst. (1), písm. w), zákona o daních z příjmů[1]):

- pokud se vztahují k částce, o níž úvěry nebo půjčky poskytnuté osobami spojenými, popřípadě osobami spojenými zajištěnými, překračují trojnásobek výše vlastního kapitálu věřitele (pokud jím je banka nebo pojišťovna), respektive dvojnásobek výše vlastního kapitálu (v případě ostatních věřitelů),

- pokud plynou z úvěrů či půjček, u kterých je výnos nebo úrok odvozen od výsledku hospodaření poplatníka (písm. zm),

- pokud vyplývají z tzv. podřízených závazků – ty jsou podřízeny jiným úvěrům či závazkům (písm. zp).

Jelikož se dle statistik velká část investic v sektoru Private Equity v ČR uskutečňuje prostřednictvím leveraged buyouts (LBO, odkupů financovaných úvěrem), mají tato ustanovení v zákoně o dani z příjmů na tento typ transakcí negativní vliv. Úrok z prostředků z úvěru, které přesahují hranici poměru stanovenou výše uvedenými body, je pak daňově neuznatelnou položkou, započítává se do daňového základu pro vyměření daně, a společnost tak musí z těchto prostředků odvézt daň z příjmů právnických osob podle zákona o dani z příjmů.

b) Finanční asistence

Dalším problémem je výše zmíněná finanční asistence, respektive její zákaz. Finanční asistencí se rozumí poskytování finančních prostředků (půjček, úvěrů a záloh) obchodními společnostmi za účelem nabytí jejich vlastních akcií nebo obchodních podílů, případně poskytování zajištění finančních závazků vzniklých v souvislosti s nabytím jejich vlastních akcií nebo obchodních podílů[2]. Co je účelem zákazu finanční asistence?

Prvním účelem je princip zachování základního kapitálu a s ním spojená ochrana věřitelů společností. Tato úprava tak má primárně zamezit platební neschopnosti kapitálové společnosti, která je v takovém případě dlužníkem z finanční asistence. Druhým principem pak je zabránění

[1] PortalGov [online]. [cit. 2008-12-12]. Zákon č. 586/1992, o dani z příjmů. Dostupné z: <http://portal.gov.cz/wps/portal/_s.155/701/.cmd/ad/.c/313/.ce/10821/.p/8411/_s.155/701?PC_8411_number1=586/1992&PC_8411_p=25&PC_8411_l=586/1992&PC_8411_ps=50#10821 >
[2] IHNED [online]. C 2006, [cit. 2008-12-07]. Filip, V.: Finanční asistence. Právní rádce. Dostupné z: <http://pravniradce.ihned.cz/c4-10077840-18321220-F00000_d-financni-asistence>

obcházení zákazu nabývání vlastních akcií (i když se to zde přímo netýká společnosti poskytující kapitál). V českém právním řádu se zákazem finanční asistence a možnými výjimkami z něho zabývají ustanovení obchodního zákoníku, konkrétně § 161 a následující. Za úpravu týkající se přímo zákazu finanční asistence jsou považována ustanovení § 161e, odst. (1), který říká:

(1) Společnost nesmí při nabývání vlastních akcií poskytovat zálohy a nesmí poskytovat půjčky ani úvěry pro účely nabytí jejích akcií ani úvěry nebo půjčky poskytnuté na tyto účely nebo jiné závazky související s nabýváním jejích akcií zajišťovat.

Zprostředkovaně se tento zákaz vztahuje i na společnosti s ručením omezeným.

Zde se ovšem, zdá se, blíží změna v právní úpravě vycházející z Druhé směrnice Evropského parlamentu a Rady 2006/68/ES, kde se připouští za stanovených podmínek určité formy finanční asistence. Přestože již měla být promítnuta do českého právního řádu, o dané novelizaci obchodního zákoníku se zatím jedná v rámci legislativního procesu. Výsledkem by měla být snadnější možnost vystoupení Private Equity fondu z investice, kdy by například akciová společnost, z níž fond vystupuje, mohla poskytnout finanční prostředky členům jejího managementu za účelem pořízení akcií společnosti. Vedle toho by také novela povolovala odkup podílu fondu na společnosti přímo společností samotnou.

c) Zdroje financování

Stát popřípadě veřejný sektor (včetně EU sponzorovaných fondů) by neměl majetkově zasahovat nebo přispívat do sektoru Private Equity, neboť jakýkoliv takovýto zásah veřejnými prostředky by vedl pouze k narušování fungování trhu a skryté formě znárodňování podnikatelského prostředí. Úkolem státu by tak mělo být vytvoření právního rámce, kde mohou kvalifikovaní investoři vkládat své prostředky do Private Equity fondů či takové fondy přímo zakládat. Co se týče institucionálních investorů, v ČR stále ještě někteří tito investoři nemohou ze zákona do rizikovějších fondů, kterými Private Equity fondy jsou, investovat a celý segment tak přichází o značnou část potenciálně využitelných finančních prostředků. Jedná se například o penzijní fondy. Nicméně je třeba říci, že byla již započata příprava nové legislativy, která by měla podmínky v této oblasti uvolnit a povolit tak penzijním fondům investovat i do rizikovějších tříd aktiv[1].

[1] CVCA [online]. C 2008, [cit. 2008-12-5]. Kursová, P.: Penzijní fondy budou moci jít i do odvážnějších investic. Dostupné z : <http://www.cvca.cz/cs/sys/novinky/Penzijni_fondy>

d) Obecná podpora podnikatelského prostředí

Zde se jedná o opatření, která se v podstatě kryjí s opatřeními doporučovanými dokumentem EVCA Public Policy Priorities (White Paper, bod 2.4.2.1). Cílem je vytvořit adekvátní právní rámec podnikání. Konkrétními úkoly je zefektivnění jednotného vnitřního trhu prostřednictvím unifikace právní úpravy obchodních společností, dále zjednodušení jejich zakládání, snížení nákladů na soulad s administrativními a regulačními předpisy. Dále je kladen důraz na zlepšení přístupu k financování pro všechna stádia životního cyklu podniku, snížení daňové zátěže a úpravu insolvenčních a úpadkových předpisů. Obecně se dají tato opatření označit jako kroky vedoucí k liberalizaci podnikání.

Druhým konzultantem byl pan Ivan Panak, zástupce společnosti Business Angels Czech, která se zabývá hledáním alternativních forem financování malých a středně velkých společností. Vytváří v podstatě síť, která sdružuje zástupce obou stran, tedy investorů i společností hledajících kapitál pro financování, přičemž poskytuje i technickou asistenci v jednotlivých projektech. Jako hlavní problém a překážku v rozvoji svých aktivit označil pan Panak nedostatečnou podporu vzniku a fungování sítí jakožto významného prvku podpory malého a středního podnikání, ze strany státu.

Návrhy různých opatření, jak teoretické, tak i odborníků z praxe, jsem tedy již nastínil a nyní nezbývá ne čekat, zda a jak bude vývoj v daném segmentu probíhat.

3 VEŘEJNÁ EMISE AKCIÍ V PODMÍNKÁCH ČESKÉHO KAPITÁLOVÉHO TRHU

Význam tohoto pojmu a rozdělení emisí akcií jsem provedl již v prvním oddílu, a tak se zde budu zabývat už pouze přímo veřejnými emisemi, jejich významem a procesem.

3.1 Rozdělení veřejných emisí akcií

Jak se tedy veřejné emise akcií dělí a jaké požadavky musí splňovat?

Předně je třeba říci, že opět jako v případě Private Equity a venture kapitálu, ani zde není terminologie jednotná. Někteří autoři označují veškeré případy veřejných emisí jako tzv. IPO (Initial Public Offering, primární emise akcií), jiní vedle toho rozlišují ještě jiné případy, a to tzv. SEO (Season Equity Offering, sezónní emise akcií). Jaké jsou mezi nimi tedy rozdíly a jak se dále tyto dvě skupiny emisí dělí?

Zásadním rozdílem pro rozlišení IPO od SEO je skutečnost, zda emitující společnost již při emisi existovala, či ne. Pro SEO tedy platí, že daná společnost už v době emise existuje a samotná sezónní emise pak může také nabývat dvou podob, a to primární a sekundární SEO[1]. Primární SEO spočívá v emitování akcií již existující akciové společnosti, jejíž akcie jsou již veřejně obchodovány (jde tedy o navýšení základního kapitálu). Oproti tomu v případě sekundární SEO jsou akcie již existující akciové společnosti obchodovány poprvé (jedná se o registraci k veřejnému obchodování).

3.2 Právní úprava a průběh veřejných emisí akcií

Obecná právní úprava veřejných emisí akcií, jejich náležitostí a průběhu je obsažena v ustanoveních zákona č. 591/1992 Sb. (zákon o cenných papírech), konkrétně například § 5 (vydávání cenných papírů). Zde se pak nacházejí i odkazující ustanovení na zvláštní úpravu, a to

[1] Nývltová, R. – Režňáková, M.: Emise akcií: Rozdíly mezi IPO a SEO [online, cit. 2008-11-25]. Dostupné z: <http://www.akcie.cz/odborne-clanky/39137-emise-akcii-rozdily-mezi-ipo-a-seo>

například konkrétně na zákon č. 513/1991 Sb. (obchodní zákoník), § 154 a následující (např. náležitosti akcií, jejich forma a podoba apod.). Dalším důležitým předpisem je zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu. V něm je mimo jiné obsažena zákonná úprava investičních nástrojů, veřejná nabídka investičních cenných papírů (i akcií) a s ní spojená povinnost emitenta uveřejňovat prospekt cenného papíru. Všechny tyto záležitosti se veřejných emisí akcií bezprostředně týkají.

3.2.1 Proces přípravy a realizace IPO

Počátkem veškerých příprav na proces IPO je nezbytná analýza společnosti, zda je vůbec na celý tento proces připravena. Jelikož je tento proces procedurálně a finančně poměrně náročný, je kvalitní a nezbytná analýza stavu společnosti a jejího okolí skutečně esenciální. Jaká kritéria by tedy měla být splněna?

Předně by společnost, která takto chce vstoupit na veřejné trhy, měla být připravena sdílet veškeré relevantní informace týkající se nejen jí samotné, ale i členů jejího managementu[1]. Dále jsou to:

- Transparentní vlastnická a organizační struktura podniku a finanční toky.
- Jasně definované plány, cíle a strategie, definice měřitelných ukazatelů jejich plnění.
- Účetnictví odpovídající mezinárodním účetním standardům anebo připravenost na přechod na něj.
- Ambiciózní, úplný, stabilní a profesionální management.

Pokud jsou tato kritéria splněna, může management společnosti začít s úvahami o využití IPO jako zdroje financování.

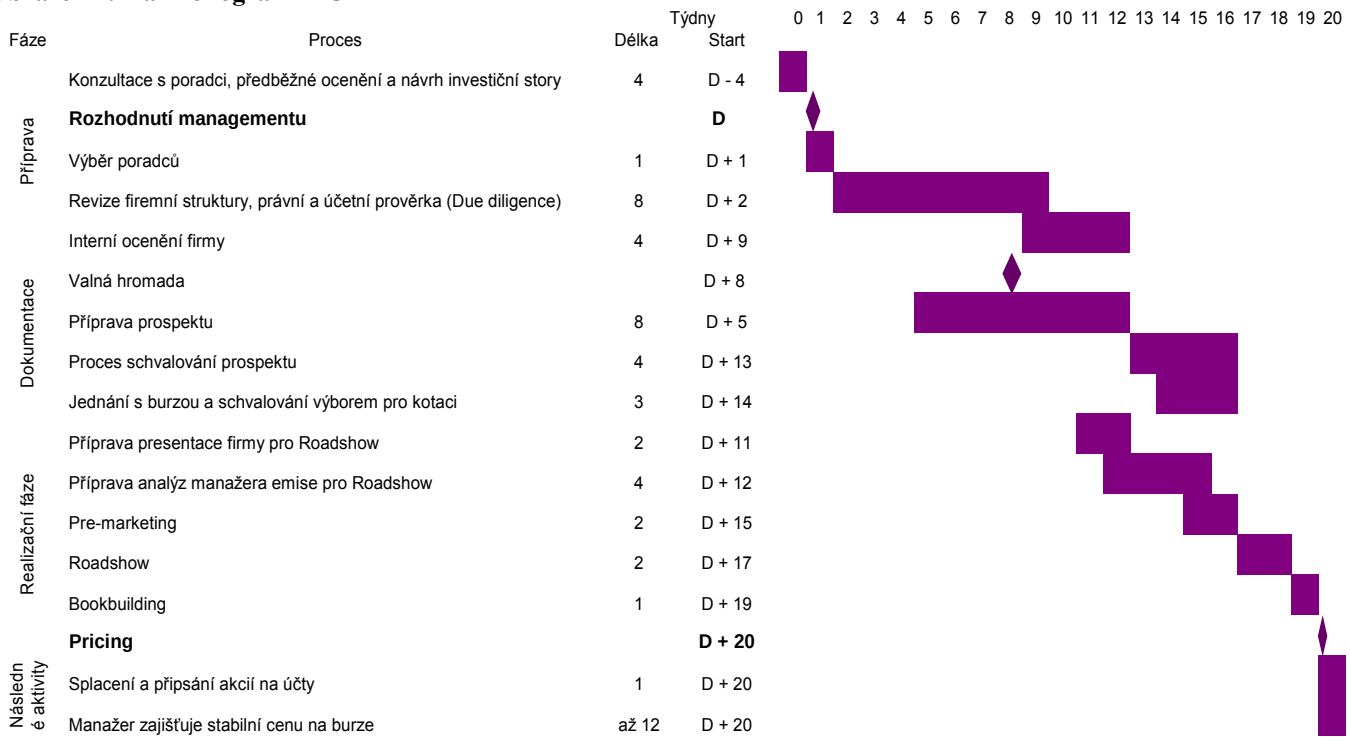
Celý průběh IPO se dá rozdělit do několika fází, v rámci kterých je třeba zajistit jednotlivé úkoly. Celý proces podrobně popisuje následující obrázek.

Ještě před započetím je ovšem nezbytné zvolit trh, popřípadě trhy, na které bude nová emise uvedena. Zde zcela jistě hrají roli i faktory, jako jsou obchodní historie či velikost a finanční historie

[1] Koblic, P.: IPO na Burze cenných papírů Praha, prezentace na konferenci Zdroje financování podniku, Brno, 30. 5. 2007

emitenta. Na tzv. nových trzích[1] (zakládány burzami cenných papírů za účelem získání atraktivních titulů) jsou právě požadavky na tyto faktory oproti tradičním trhům sníženy, nicméně je tento fakt vyvážen například vyšší informační povinností a požadavkem vyšší transparentnosti obchodování. Z hlediska emitenta hrají roli při rozhodování o umístění emise především dostatek likvidity na trhu a také předpokládaná tržní kapitalizace emise. Zapomenout se však nesmí na skutečnost, jaký podíl emitentových obchodních partnerů je na daném trhu zastoupen v daném okamžiku či zda bude do daného trhu směřovat v budoucnu většinu svých akvizic. Tyto aspekty dokreslují budoucí likviditu emitentových akcií. Je zde tedy zobrazen komplexní faktor likvidity, jak trhu jako celku, tak emitentovy emise na něm. Nyní již k samotnému procesu IPO.

Obrázek 4: Harmonogram IPO



Zdroj: Koblic, P.: IPO na Burze cenných papírů Praha, prezentace na konferenci Zdroje financování podniku, Brno, 30. 5. 2007

3.2.1.1 Přípravná fáze

Ze samotné definice IPO je zřejmé, že v podstatě nikdy není emitent schopen zařídit celou emisi samostatně, zvláště pak z nedostatku zkušeností s tímto náročným procesem. Výběr realizačního týmu je tedy pro úspěch celého projektu nesmírně důležitý.

[1] Nývltová, R. – Režňáková, M.: Mezinárodní kapitálové trhy. Zdroj financování, Grada, Praha 2007

V této fázi si emitent nejprve vybírá konzultační firmu zabývající se corporate finance. Ta po prověrce odhadne, zda a v jaké struktuře je daná transakce vůbec realizovatelná, provede také předběžné ocenění společnosti. Na základě informací získaných konzultacemi a posouzením různých faktorů (situace na kapitálovém trhu, nálada investorů, cyklus sektoru aj.) rozhodne management společnosti o načasování emise.

Následuje již samotný výběr poradců, mezi nimiž je nejdůležitější osobou manažer emise (institucionálního charakteru). Pokud nezajišťuje i právní služby, najímá se také právní firma, případně daňový poradce a auditor. Při složitějších emisích je možnost využít služeb více specializovaných společností, které pak tvoří tzv. syndikát. Kromě odborného hlediska by měl manažer emise zajistit i co největší pokrytí investorského pole na daném trhu.

Po úspěšném výběru realizačního týmu je třeba provézt tzv. due diligence (hloubková prověrka společnosti), zaměřenou na ekonomickou, finanční, daňovou a právní stránku společnosti. Jedná se v podstatě o interní kontrolní proces, jenž je nezbytným podkladem pro pozdější sestavení emisního prospektu.

Na základě due diligence se provádí interní ocenění společnosti, z něhož se později vychází při určení cenového rozmezí v prospektu. Zde se jedná zřejmě o poslední mezník pro rozhodnutí o provedení celé emise, nicméně je třeba říci, že případné rozhodnutí o neprovedení by bylo v tuto chvíli již značně nákladné.

Pokud existuje shoda o provedení emise mezi hlavními akcionáři, svolaná valná hromada má spíše už jen formální povinnost schválit návrh vycházející z předchozích zjištění.

3.2.1.2 Dokumentační fáze

Poměrně náročným úkolem, a to i z hlediska časového (obdobně jako due diligence), je příprava prospektu. Ten jako závazný dokument shrnuje všechny relevantní informace potřebné pro potenciální investory k rozhodování o úpisu emitovaných akcií společnosti. Po jeho vyhotovení je schválen a vydán tzv. předběžný prospekt, který se textem neliší od prospektu, avšak neobsahuje údaje o ceně a rozsahu emise.

Souběžně s procesem schvalování tohoto vyhotoveného dokumentu orgánem dohledu nad kapitálovým trhem (v ČR v kompetenci ČNB) je schvalováno i přijetí nové emise ke kotaci na trhu Burzovním výborem pro kotaci.

3.2.1.3 Realizační fáze

Někteří autoři tuto fázi označují také jako marketingovou fázi IPO, kdy je v podstatě „prodávána“ investorské veřejnosti jako potenciálně zajímavý a výhodný nákup. Tato marketingová terminologie je zde na místě, neboť je vytvářen a prodáván komplexní produkt. Ještě před jejím samotným spuštěním je třeba vytvořit prezentaci pro roadshow a komunikovat s případnými velkými investory o budoucí emisi. Zde se vytváří představy o emisi a jejím budoucím úspěchu, či neúspěchu.

Roadshow je vlastně marketingovou kampaní, při které se setkávají vrcholní manažeři emitující společnosti s potenciálními investory. Při těchto setkáních dělají promotion ve prospěch nové emise, představují konkrétní obchodní plány. Setkání se uskutečňují podle domicilu potenciálních investorů, např. pro umístění emise na BCPP tato burza doporučuje minimálně setkání v Praze a Londýně. Součástí roadshow by měly být i PR aktivity, jako tiskové konference členů managementu a jejich rozhovory v tisku.

Po provedení marketingové kampaně dochází již k samotnému určení emisního kurzu a alokace akcií. Existují v zásadě tři možné způsoby[1]:

- **Úpis akcií za předem stanovenou cenu (firm commitment)** – manažer emise odkupuje celou emisi od emitenta za předem stanovenou cenu, přičemž následně se pokouší prodat akcie s co největším spreadem.

- **Aukce** – má několik forem, například americká aukce spočívá v tom, že investoři určí, kolik akcií jsou ochotni zakoupit při určité ceně. Na základě těchto jednotlivých poptávek (limit orders) je určena rovnovážná cena, za kterou nakupují všichni poptávající.

- **Bookbuilding** – používá se na BCPP. Má tři fáze – v první se vybírají investoři, kteří mají odpovídající zkušenosti s podobnými emisemi, a na základě jejich nabídky se bude určovat emisní kurz. Ve druhé fázi tito vybraní investoři sdělují své nabídky v rámci cenového rozpětí určeného manažerem emise. Ve třetí fázi pak na základě těchto informací manažer a emitent stanoví konečnou cenu a alokaci emise. Konečná alokace bere v úvahu jednak váhu jednotlivých investorů, jednak požadovaný podíl drobných investorů.

[1] Nývltová, R. – Režňáková, M.: Mezinárodní kapitálové trhy. Zdroj financování, Grada, Praha 2007

Po určení kurzu a alokace akcií se přistupuje k samotnému úpisu akcií novými investory prostřednictvím podpisu upisovací smlouvy (Underwriting Agreement). Upisovací cena, celkový objem emise a struktura upisovatelů jsou zaslány regulátorovi kapitálového trhu, zapracovány do konečného prospektu a ten je následně uveřejněn v souladu se zákonnými požadavky.

Po zveřejnění jsou splaceny investory upsané akcie, a to na vázaný bankovní účet. Pokud je úpis úspěšný, požádá emitent burzu o registraci akcií a přijetí k sekundárnímu obchodování. Emitent pak vydá upsané a zaplacené akcie investorům a získá tak možnost disponovat finančními prostředky na vázaném účtu. Z nich jsou předem odečteny veškeré náklady spojené s celým procesem IPO včetně provize manažeru emise. Nakonec představenstvo emitující společnosti podá návrh na zápis nové výše základního kapitálu do obchodního rejstříku.

Práce manažera tímto nekončí, neboť úspěch emise je posuzován až po určité době obchodování na sekundárním trhu. Manažer se tedy nadále stará o probíhající emisi. V horizontu prvních dní po úpisu sleduje tzv. podmíněné obchodování (When Issued Dealing, „za podmínky, že bude vyeditováno“). Jedná se o obchodování cennými papíry, které teprve mají být přijaty ke kotaci a obchodování na cílovém trhu. Stabilizací kurzu akcie po začátku obchodování je ale kromě této činnosti i tzv. Greenshoe Option – je to klauzule zanesená v upisovací smlouvě, která dává manažeru emise možnost nakoupit dodatečné akcie od emitenta za emisní kurz, pokud je poptávka po akciích nečekaně vysoká[1]. Při nízké poptávce investorů naopak skupuje přebytečné akcie z trhu. Je patrné, že obě tyto operace sledují snižování volatility kurzu v počátečním období obchodování.

Co se týče procesní stránky v případě SEO, je v podstatě stejná jako u IPO, proto také to zjednodušení z veřejných emisí na IPO výše v bodě 3.2.1. Pouze v případě primární SEO je třeba poznamenat, že cena (kurz) již veřejně obchodovaných akcií může být nižší než jejich nominální hodnota (a tedy také účetní). Dle obchodního zákoníku však emisní kurz nesmí být nižší než nominální hodnota, proto je třeba dbát této skutečnosti při nové emisi zastupitelných akcií majících stejnou nominální hodnotu.

[1] STREETAUTHORITY [online]. [cit. 2008-12-01]. Dostupné z: <http://www.streetauthority.com/terms/g/greenshoe.asp>

3.3 Pozitiva a negativa emise akcií a možnosti jejího využití pro financování činnosti a rozvoje podniku

Jaká jsou potenciální pozitiva využití veřejných emisí pro společnost, jež se pro takovýto způsob financování rozhodne?

Především se jedná o poměrně levný zdroj kapitálu pro financování společnosti[1]. V porovnání například s dluhovým financováním (bankovní úvěr) nesou akcie nízké náklady, jelikož nejsou úročeny a nikdy nemusí být splaceny. Veřejné emise jsou vhodné i pro zajištění financování rizikovějších operací, jako je pořízení nové drahé technologie nebo akvizici obchodního konkurenta. S tím souvisí i možnost kapitálové optimalizace společnosti související s faktem, že se zvyšuje podíl vlastního kapitálu na celkových pasivech. Navíc získaný kapitál může být použit takřka bez omezení na různé účely, oproti omezením spojeným často s úvěrovým financováním.

Společnost se pomocí IPO stává veřejně obchodovanou, tedy profesionálnější, a jelikož musí splňovat poměrně přísné podmínky pro přijetí k obchodování, získává nepoměrně větší obchodní sílu. Ta se může projevit například při žádosti o další úvěrové financování, kdy má společnost poměrně dobré vyhlídky na získání úvěru za výhodnějších podmínek – před celou IPO by nedosáhla zřejmě ani na úvěr mnohem dražší.

Veřejně obchodovaná společnost je oceňovaná přímo trhem, v ekonomické teorii je toto považováno za nejpřesnější ocenění. To souvisí s předcházející kapitolou o Private Equity, kde byla dezinvestice formou IPO označena jako nejvýhodnější pro investora. Soukromá společnost by pravděpodobně podobného ocenění nedosáhla.

Jelikož je IPO v podmínkách českého podnikatelského prostředí stále ještě poměrně ojedinělou záležitostí, je tak zcela jistě dosaženo i zvýšené prestiže a zviditelnění společnosti.

IPO s sebou mohou přinášet také potenciální nevýhody, které mají potenciál významně ovlivnit rozhodování o jejich využití, či dokonce zvrátit předešlé rozhodnutí.

[1] BUSINESSINFO [online]. C 2005, [cit. 2008-12-02]. Dostupné z: <http://www.businessinfo.cz/cz/clanek/financni-pruvodce-pro-msp/burza/1001177/20936/>

Zcela jistě zásadním problémem se může pro někoho stát částečná ztráta kontroly nad společností[1]. S podílem na vlastním kapitálu společnosti získávají investoři i podíl na řízení společnosti včetně s ním spojených práv na relevantní informace o dění ve společnosti. Nicméně obvykle zůstává rozdělení podílů takové, že v rukou dosavadních akcionářů nadále setrvává v součtu většinový podíl.

Stávající akcionáři ztrácí s nástupem veřejného obchodování i kontrolu nad akcionářskou, a tedy i vlastnickou strukturou a v krajním případě se vystavují i riziku vstupu pro ně nežádoucího investora. Nicméně je potřeba říci, že k nepřátelskému převzetí bez dohody s nimi nemůže dojít (zde se uplatňují na ochranu stávajících akcionářů ustanovení zákona o podnikání na kapitálovém trhu, konkrétně § 122 – oznamovací povinnost akcionářů a osob jednajících ve shodě vůči společnosti a majoritnímu akcionáři v případě, že dosáhnou určitých podílů na základním kapitálu společnosti).

Dalším problémem může být kolísání hodnoty společnosti v závislosti na vývoji na kapitálovém trhu. Pokud akcie společnosti charakterizuje vysoká volatilita, projevuje se to přímo i v poměrně výrazném kolísání hodnoty celé společnosti. To může být zapříčiněno i výkyvy trhu jako celku v důsledku tržních cyklů. Takto například zaznamenaly poměrně silný pokles hodnoty kurzu všech akciových titulů obchodovaných na hlavním trhu BCPP. Je potřeba ale říci, že i ostatní podniky zaznamenaly pokles svojí hodnoty – nastává jednoduše všeobecný hospodářský pokles a u společností obchodovaných veřejně se změny v hospodářském cyklu díky tržnímu ocenění projevují rychleji.

Mnoho podnikatelů může mít problém s částečnou ztrátou rozhodovacích kompetencí. Noví akcionáři mohou také požadovat aktivní účast na rozhodování, ne pouze pasivní účast ve formě širšího informování a reportingu.

Nejen z výše uvedeného popisu procesu IPO, ale i ze souhrnu všech pozitiv a negativ je patrné, že tato forma financování je institut poměrně náročný na přípravu a proto je nezbytné předem promyslet, zda o něj společnost opravdu stojí a zda splňuje kritéria nutná pro jeho úspěšné provedení.

[1] Muehlhoferová, M.: Primární emise akcií (IPO). Nástroj pro vstup na kapitálový trh. Prezentace na konferenci Zdroje financování podniku, Brno, 30. 5. 2007

3.4 Stav segmentu veřejných emisí akcií v rámci českého kapitálového trhu

Beru-li v úvahu organizované trhy, přesnými statistikami a problémy českého kapitálového trhu jsem se zabýval již v prvním oddílu této práce. Pro připomenutí zde zopakuji zásadní problém akciového trhu, a to primárního i sekundárního. Je jím nízká likvidita zapříčiněná jednak nízkým počtem nových emisí, jednak například nízkým přispěním penzijních fondů jako dodavatelů investičních prostředků a tedy likvidity pro trh (v porovnání například s Polskem).

Pro úplnost uvádím stávající počty emisí na českých organizovaných trzích. V rámci BCPP je obchodováno 28 akciových titulů, z nichž 14 je obchodováno na hlavním trhu. V rámci RM-Systému je obchodováno 75 akciových emisí, z nichž 34 je obchodováno na oficiálním trhu.

Jen pro informaci – před vypuknutím finanční krize bylo plánováno uvedení několika nových titulů na BCPP, mezi nimi i dvě IPO realitních společností. To je dnes podle analytiků již zcela vyloučeno ve světle posledních událostí. Naopak přicházejí neoficiální informace, že se chystá odchod z burzy jednoho z nejúspěšnějších titulů, a to IPO společnosti ZENTIVA. Příčinou by měla být údajná nabídka převzetí ZENTIVY ze strany jiné společnosti. Na to je ovšem ještě třeba počkat.

4 VEŘEJNÁ EMISE DLUHOPISŮ V PODMÍNKÁCH KAPITÁLOVÉHO TRHU V ČR

Posledním tématem, kterým se v této diplomové práci zabývám, jsou veřejné emise dluhopisů na českém kapitálovém trhu. Na rozdíl od emisí akcií, v případě veřejných emisí dluhopisů se jejich emitentem může stát poměrně široký okruh subjektů. I když by se mohlo zdát, že jde o způsob financování velice podobný předcházejícím veřejným emisím akcií, není tomu tak. Jak by se daly tyto emise tedy obecně charakterizovat?

4.1 Právní úprava a průběh veřejných emisí dluhopisů

4.1.1 Právní úprava veřejných emisí dluhopisů

Zákonná úprava dluhopisů je obsažena v zákoně č. 190/2004, o dluhopisech, veřejné emise dluhopisů jsou pak upraveny v zákonech obdobně jako emise akcií (viz. kapitola 3.2).

4.1.2 Průběh veřejných emisí dluhopisů

Na rozdíl od veřejných emisí akcií v případě veřejných emisí dluhopisů není jasně daná závazná struktura emise, a proto při konstrukci modelového postupu je třeba vycházet ze zobecnění jednotlivých případů z praxe.

4.1.2.1 Identifikace potřeb financování

Na začátku každé emise je třeba, aby si manažeři uvědomili, jaké má jejich společnost potřeby financování, především co se týče jeho parametrů. Již zde se projevují četné rozdíly oproti veřejným emisím akcií. Veřejná emise dluhopisů totiž, jakožto dluhový typ financování, poskytuje velký objem finančních prostředků prakticky k jednomu okamžiku a s delší dobou splatnosti, obvykle také v jednom okamžiku. To je tedy zásadní rozdíl, emise akcií jsou majetkovým, kdežto emise dluhopisů dluhovým financováním. S tím, že investoři logicky předpokládají splacení dluhopisů, souvisí i jejich nižší požadavky na výnos z jejich investic než v případě investic do akcií.

Manažeři si také musí uvědomit, jaký objem prostředků a v jaké měně požadují, na jak dlouhé období společnost tyto prostředky potřebuje, zda je potřebuje všechny hned nebo ve splátkovém kalendáři, a zda společnost získá z vydaných dluhopisů více v případě veřejného obchodování, či v případě jejich neobchodovatelnosti. V úvahu je tak potřeba při plánování jednotlivých variant brát i poměrně vysoké náklady emise.

Rozhodnutí o emisi obvykle na rozdíl od emisí akcií leží v rukou statutárního orgánu, valná hromada rozhoduje jen v některých případech (například při emisi vyměnitelných dluhopisů, kdy posléze může docházet ke změně akciové struktury).

4.1.2.2 Návrh struktury a charakteristik emise

Na základě úvah manažerů, které jsem popsal výše, jsou v této fázi emise identifikovány nezbytné atributy – skutečný objem emise, doba splatnosti, načasování, kupónová sazba a kapitálový trh, na který budou dluhopisy umístěny.

Objem emise podle platných předpisů nesmí být nižší v rámci Evropské unie než 200 000 EUR, či ekvivalent v jiné měně. Ovšem v podmínkách českého kapitálového trhu se předpokládá minimální objem 500 000 EUR, neboť při nižším objemu obvykle není zabezpečen dostatek likvidity pro emisi na sekundárním trhu. Pokud by tedy společnost potřebovala nižší kapitál, raději by měla ustoupit a vydat emisi o vyšším objemu. Vyšší objem obvykle přináší i jiné efekty, jako jsou nižší požadovaný výnos investorů a klesající emisní náklady na jeden kus cenného papíru.

Emitent může vydat jednotlivou emisi nebo si požádat o schválení tzv. dluhopisového programu (§ 13 zákona o dluhopisech), který sjednocuje emisní podmínky jednotlivých emisí o různých charakteristikách. Tím si emitent, který ve svých plánech s emisemi počítá jako s vhodným druhem financování, snižuje nejen administrativní náročnost samotného procesu emise, ale také finanční náklady s ním spojené. V dluhopisovém programu není stanoven konkrétní počet emisí, ale doba trvání programu a objem programu, respektive souhrn objemů jednotlivých emisí. Ostatní emisní podmínky v rámci programu mohou být značně variabilní a emise se tak mohou lišit v objemech, splatnostech, formách a podobách, typech úrokových výnosů atp.

Načasování emise dluhopisů je také nesmírně důležité. Obecně je třeba sledovat cyklus kapitálového trhu a s ní spojenou poptávku po investičních cenných papírech. Do poptávky po dluhopisech se významně projevuje úroková sazba, tedy vhodnou dobou pro emitování dluhopisů je

obecně období s nízkými úrokovými sazbami, kdy jsou nízké i kurzy akcií. Při nízkých kurzech obecně klesají i výnosy, které emitent z jednotlivých dluhopisů musí vyplácet.

Kupónová sazba z hlediska emitenta znamená úrokový náklad z emise, který bude muset za poskytnutí kapitálu zaplatit investorům. Konkrétně se pak projevuje jako základ pro výpočet samotného kupónového výnosu z dluhopisu. Zákon vymezuje následující typy určení výnosu[1] (§ 16):

- **Pevnou úrokovou sazbou** – emitent splácí v pravidelných intervalech pevné úrokové náklady (kupóny) a v datu splatnosti také nominální hodnotu.
- **Rozdílem mezi jmenovitou hodnotou dluhopisu a jeho nižším emisním kurzem** – během životnosti tak emitent nesplácí žádný kupón, jsou tak vhodné pro financování investic, které na začátku jejich realizace nebudou vykazovat žádné výnosy.
- **Slosovatelnou prémií nebo prémií v závislosti na lhůtě splatnosti dluhopisu**
- **Pohyblivou úrokovou sazbou odvozenou například z jiných úrokových sazeb či výnosů, pohybu devizových kurzů, indexů či cen komodit**

V praxi se pro stanovení kupónu často využívá benchmarking, tedy porovnávání s obdobnými produkty na trhu, neboť podstřelení kupónu jakožto výnosu pro investora může velmi negativně ovlivnit obchodovatelnost celé emise.

Výběr trhu přímo souvisí se strukturou a charakteristikou emise, neboť každý trh s sebou nese jiný rozsah podmínek, které musí daná emise splňovat. Nejpřísnější požadavky musí splňovat dluhopisové tituly kótované na trzích BCPP, ať už z hlediska objemu emise či z hlediska informačního, kdy emitující společnost musí zveřejňovat poměrně široké spektrum potenciálně kurzotvorných dat a informací.

4.1.2.3 Sestavení týmu zajišťujícího emisi

Pokud jsou stanoveny všechny primárně nezbytné požadavky na emisi dluhopisů, je třeba také zajistit určení kolektivu lidí, kteří zajistí úspěšný průběh celé emise.

[1] ČNB [online]. [cit. 2008-12-10]. Zákon č. 190/2004 Sb., o dluhopisech. Dostupné z: <http://www.cnb.cz/m2export/sites/www.cnb.cz/cs/legislativa/leg_kapitalovy_trh/zakony/download/Zakon_190_2004.pdf>

Jelikož je emise dluhopisů proces jednodušší než emise akcií, neustanovuje se zde žádný manažer emise. Nejdůležitější postavou je v tomto procesu emisní prostředník[1] – jeho úkolem je na základě mandátní smlouvy o obstarání vydání cenného papíru (§ 33a zákona o cenných papírech[2]) vydat nové dluhopisy uskutečněním potřebných úkonů jménem mandanta (tedy emitenta). Ten se mu za to zavazuje poskytnout úplatu. Emisní prostředník, kterým je obchodník s cennými papíry, svými znalostmi a zkušenostmi ovlivňuje úspěch emise jako takové, proto je jeho volba velmi důležitá. K úspěchu emise může přispět dobré jméno prostředníka, kvalita jeho analytiků a analýz trhu apod. Samotný výběr může být proveden přímo sjednáním, nebo méně často na základě soutěžní nabídky, kdy se do soutěže hlásí jednotliví obchodníci na základě zveřejněných charakteristik emise. Mezi jejich nabídkami si pak emitent vybírá a určí svého smluvního partnera.

Vedle emisního prostředníka je také třeba zajistit kvalitního právního poradce a auditora.

Následuje obdobně jako v případě emisí akcií due diligence (hloubková kontrola společnosti emitenta). Výsledkem by měly být zevrubné informace o finanční pozici emitenta, obchodní, případně výrobní činnosti, a právním kontextu jeho podnikání. Informace jsou důležité nejen pro potenciální investory, ale i pro emisního prostředníka, který je využije k lepší propagaci emise.

4.1.2.4 Upřesnění struktury emise

Základní charakteristiky emise nutné jako podklad pro rozhodování o volbě realizačního týmu jsou v této fázi zevrubně rozvedeny tak, aby došlo k úplné shodě mezi emitentem a emisním prostředníkem. Je vypracována podrobná dokumentace k emisi a stanoveny jednotlivé úkoly pro jednotlivé zainteresované strany a jejich návaznost.

Důležité je v této fázi také vyřešit případné pokrytí rizik, a to jak úrokového, tak kurzového rizika. Ještě než se mohou tato rizika projevit, je emitent vystaven jinému potenciálnímu riziku – a tím je riziko nedostatečné poptávky po emisi ze strany investorů. Příčin pro něj může být mnoho – dá se říci, že jakákoliv akce z výše uvedených, kterou dosud emitent nebo jiné zainteresované subjekty prováděly, může mít za následek při nedostatečném nebo špatném provedení skutečnost, že se jednoduše nabídka nenalezne s odpovídající poptávkou. Příkladem může být nevhodný výběr emisního prostředníka emitentem a s tím související nekvalitní zabezpečení emise nebo její

[1] Nývltová, R. – Režňáková, M.: Mezinárodní kapitálové trhy. Zdroj financování, Grada, Praha 2007
[2] BUSINESSCENTER [online]. [cit. 2008-12-10]. Zákon č. 591/1992 Sb., o cenných papírech. Dostupné z: <http://business.center.cz/business/pravo/zakony/cenne-papiry/cast2h2.aspx>

likvidity; špatné načasování emise nebo určení jejího objemu; momentální nebo dlouhodobou nízkou likviditou trhu apod.

V průběhu životnosti emise je emitent vystaven úrokovému riziku v případech, kdy výnos pro investora je určen pomocí fixní kupónové sazby a dochází k velkým pohybům klíčových úrokových sazeb. K tomu se může přidat i vliv devizového rizika v případech, kdy je emise denominována v cizí měně. Budoucí příjmy jsou pak ovlivňovány změnami v devizových kurzech. Nejjednodušším způsobem, jak se tomuto riziku bránit, je denominace emise v měně, ve které emitent očekává většinu budoucích plateb, pokud je možno takovou odhadnout. Jiným, poměrně moderním způsobem, je zajištění pomocí hedgingu (speciální operace na trhu, které mají za úkol právě snižovat měnové riziko výměnou za snížení zisku). Nicméně všechny tyto záležitosti by v téhle fázi měly být uspokojivě vyřešeny.

4.1.2.5 Marketing emise, návrh ceny a příprava dokumentace

V této fázi je již v podstatě přesně a finálně vypracován celý projekt a emitent ve spolupráci s emisním prostředníkem zjišťuje neoficiálně předběžný zájem investorů o danou emisi a jejich představy o emisním kurzu. Pokud dojde k předběžné shodě mezi oběma stranami, mohou být stanoveny předběžné návrhy emisních podmínek a prospektu emise. Emisní podmínky musejí splňovat zákonné náležitosti, bývají také součástí prospektu, který podává informace o emisi jako takové, o cenných papírech a emitentovi.

4.1.2.6 Zahájení veřejné nabídky dluhopisů

V této fázi emise je poprvé zveřejněn souhrn informací týkajících se celé emise. Kanály pro uveřejnění jsou různé – média a odborná média, Obchodní věstník, přímý kontakt s potenciálně zajímavými investory. Pro investory to znamená impulz pro nákup cenných papírů. Tato veřejná nabídka sice nemá zákonné požadavky, nicméně obsahem by měly být informace o emitentovi a emisi samotné. Navíc je doplněna vydáním emisního prospektu a emisních podmínek pro zajištění dostatku relevantních informací pro investorskou veřejnost. Možné způsoby uveřejnění jsou předmětem zákonné úpravy, zabývá se jimi konkrétně zákon o podnikání na kapitálovém trhu (256/2004).

4.1.2.7 Syndikace, distribuce a úpis emise

Konkrétní poptávky po upisovaných dluhopisech jsou k datu uzávěrky jejich přijímání shromážděny a je tak zjištěno, jaký podíl dluhopisů z celkového objemu emise bude možno upsat. Je třeba říci, že i zde se projevuje poměrně zásadní rozdíl mezi emisemi akcií a dluhopisů, neboť běžně

je emise dluhopisů upsána skupinou obchodníků s cennými papíry, kteří je později prodávají jednotlivým drobným klientům. Tito obchodníci tvoří tzv. syndikát pro upsání emise. Členové mezi sebou podepisují smlouvu a s emitentem pak za ně jedná emisní prostředník o podobě a podmínkách smlouvy o úpisu dluhopisů. Hlavním bodem smlouvy je ujednání o minimální nabídkové hodnotě dluhopisu krátce po veřejné nabídce – úkolem je stabilizace ceny a ochrana koncových investorů.

Rozprodej dluhopisů na trhu probíhá následujícími způsoby:

- **Veřejný úpis** – je vydáno upisovací prohlášení se základními podmínkami emise, investor podepíše subskripční list, jímž se zavazuje k upsání určitého počtu dluhopisů za stanovenou cenu a po vypršení upisovací doby se úpis vyhodnotí a alokují se upsané dluhopisy jejich novým majitelům.

- **Volný prodej** – základem je interakce mezi nabídkou a poptávkou, tedy základní tržní mechanismus. Emise pak jednoduše končí jejím rozprodáním.

- **Tendr** – je založen na aukcích, kdy dochází k úpisu na základě cenových a množstevních požadavků investorů.

V případě nízkého zájmu investorů může nastat situace, kdy nebude emitent moci dluhopisy vůbec vydat. Příčinou může být skutečnost, že souhrnná hodnota upsaných dluhopisů nepřesahuje zákonem požadovanou hranici 200 000 EUR nebo jejího ekvivalentu v jiné měně. Naopak v případě, že je zájem větší, než emitent a emisní prostředník předpokládali, může emitent vydat větší než původně ohlášené množství dluhopisů.

Pokud nenastanou změny důležitých podmínek na trhu, měla by cena emitovaných dluhopisů krátce po datu vydání mírně narůst. V případě, že prudce klesne, nastává velká ztráta pro investory, naopak pokud prudce vzroste, nastala při ocenění chyba a tyto dluhopisy byly pravděpodobně vydány silně podceněné – ztrátu, respektive nižší než potenciální zisk, utrpí emitent.

4.1.2.8 Období životnosti emise

Další velký rozdíl v procesu emisí dluhopisů oproti emisím akcií vyplývá již z podstaty obou těchto druhů investičních cenných papírů. Zatímco akcie je majetkový cenný papír a její nabyvatel ji pořizuje teoreticky na nekonečně dlouhou dobu, dluhopis je dlužnickým cenným papírem – má tedy určenu svoji životnost a po jejím uplynutí je emitent zavázán splatit jeho nominální hodnotu.

Proto se v procesu emise dluhopisů musí nutně počítat i s ukončením životnosti celé emise, respektive s jejím vypořádáním.

Jak jsem již uvedl v kapitole zabývající se kapitálovým trhem, jeho základními vlastnostmi jsou míra likvidity a efektivnosti fungování. Pokud je trh likvidní a efektivní, zajišťuje střetávání nabídky a poptávky optimální tržní ocenění investičních nástrojů na něm obchodovaných. Emitent tak svým pozitivním ekonomickým vývojem zprostředkovaně pozitivně ovlivňuje i tržní cenu jeho dluhopisů v oběhu. Nicméně svou roli hrají i makroekonomické faktory.

Především celkový pozitivní hospodářský vývoj, expanze, se projevuje v chuti a množství příležitostí pro podnikatele investovat a pro financování těchto investic například emitují nové dluhopisy. Pro zvýšení poptávky po svých nově emitovaných dluhopisech pak lákají potenciální investory vyššími úrokovými výnosy, a to se projevuje v růstu tržní úrokové míry. To nemusí ale nutně znamenat, že porostou dále i kurzy jednotlivých emisí – záleží totiž na způsobu, jakým byly v emisích stanoveny výnosy, zda bylo využito fixního nebo variabilního úročení. Nicméně je třeba říci, že obecně s růstem úrokových sazeb rostou i úrokové náklady, které musí nést emitenti za finanční prostředky získané emisemi dluhopisů.

Na rozdíl od akcií je však výnos dluhopisu obvykle předem poměrně přesně určen, a tak se tyto podnikové ekonomické a makroekonomické faktory do kurzu dluhopisů příliš nepromítnou – dluhopisy jsou tedy obvykle méně rizikovým investičním instrumentem nežli akcie.

4.1.2.9 Splacení jistiny investorům

Poslední fází procesu emise dluhopisů je splacení jistiny investorům. Jistinou je v podstatě nominální hodnota dluhopisu, tedy hodnota, která je na dané listině nebo v evidenci investičních nástrojů uvedena. Nemusí se rovnat emisnímu kurzu, tedy hodnotě, za kterou investor daný dluhopis pořídil. To záleží na tom, jaký způsob stanovení výnosu byl využit, a tedy zda byl dluhopis vydán v pari, nad pari, nebo pod pari.

Předpoklad tedy je, že do této doby emitentovi dluhopisy vynesly dostatečné finanční prostředky, aby byl schopen jistinu splatit. Někdy je investory vyžadován závazek vytvořit tzv. zajišťovací fond, z něhož bude na konci životnosti emise jistina všech jejích dluhopisů splacena.

Jinými možnostmi umoření jistiny je přeměna stávající emise na nové dluhopisy či akcie – emitent tak nemusí splácet nic. V úvahu připadá i tzv. refinancování, tedy splacení stávajících závazků z prostředků získaných novou emisí cizího, či vlastního kapitálu.

4.1.3 Stanovení kupónové sazby

Při stanovení hodnoty obligace je důležitých následujících šest proměnných[1]: doba do splatnosti, kupónová sazba, doložka o umořování, daňové postavení, prodejnost, pravděpodobnost nesplnění závazku.

Jak je patrno z předcházejícího popisu procesu dluhopisové emise, v podstatě klíčovou záležitostí pro její úspěch je vhodné stanovení kupónové sazby. Ta totiž udává, s jakými úrokovými náklady pro emitenta je spojeno získání finančních prostředků od investorů, a také zásadně ovlivňuje likviditu, tedy obchodovatelnost emise – nízká kupónová sazba významně sníží poptávku po celé emisi. Její stanovení je komplexním problémem, jelikož se nejedná pouze o stanovení její výše, ale také charakteru (fixní, či variabilní) a měnové denominace (již výše jsem napsal, že svojí roli hraje také kurzové riziko). Úkolem pro emitenta a emisního prostředníka je nalézt takovou sazbu, která určí kompromis mezi potřebami a přáními emitenta (ten požaduje samozřejmě co nejnižší sazbu) a investorů (opačné požadavky). Kvůli esenciálnímu významu kupónové sazby pro úspěch emise jako zdroje financování tedy považuji za nutné se alespoň v několika řádcích zabývat úkolem, jak správně sazbu nastavit.

Společně s dobou splatnosti kupónová sazba přímo ovlivňuje velikost a časování peněžních toků směřovaných od emitenta k investorovi a tím v podstatě zásadně determinuje investorovi rozhodnutí, zda do daného investičního instrumentu vložit své finanční prostředky či ne.

Investor tedy očekává za svoji investici dostatečné výnosy, které převýší ušlý výnos jeho investovaných prostředků, rizikovost investice včetně posouzení schopnosti přeměny investice zpět na peněžní prostředky. Úrokový výnos se tak skládá z následujících komponent[2]:

- Časová komponenta – sestává z očekávané reálné úrokové míry, očekávané míry inflace a očekávané prémie za likviditu.
- Riziková komponenta – v podobě očekávané prémie za riziko.

[1] Sharpe, W.F. – Alexander, G.J.: Investice, Victoria Publishing, 1994
[2] Nývltová, R. – Režňáková, M.: Mezinárodní kapitálové trhy. Zdroj financování, Grada, Praha 2007

Nominální úroková sazba daného dluhopisu (r) je tak dána prostým součtem těchto jednotlivých komponent, a má tedy tvar:

$$r = \rho + \pi + l + \sigma$$

Očekávaná reálná úroková míra (ρ) v této rovnici udává budoucí rovnovážnou úrokovou sazbu na kapitálovém trhu mezi věřiteli a dlužníky a odráží tak i časové preference jednotlivých subjektů. Podle Fischerovy rovnice nominální úrokové míry by se na pravé straně rovnice měl vyskytovat ještě součin $\rho\ \pi$, avšak jelikož se jedná o velmi malé číslo, obvykle se používá zjednodušena Fischerova rovnice, kde se tento součin vynechává.

Prémie za likviditu v tomto vzorci zohledňuje časové hledisko, respektive hledisko délky životnosti dluhopisu a tedy délku výpůjčky prostředků. Obecně se dá říci, že dlužnické subjekty upřednostňují vypůjčování prostředků na delší dobu, věřitelské subjekty pak upřednostňují půjčování na kratší dobu. Tyto principy jsou součástí teorie preference likvidity a jejím autorem byl ve 30. letech minulého století ekonom John Maynard Keynes. Úrokové sazby obvykle rostou s rostoucí délkou splatnosti dluhopisu, avšak dynamika růstu je oproti dynamice růstu doby do splatnosti menší. Vztah mezi dobou splatnosti a úrokovou sazbou popisuje tzv. výnosová křivka. Její tvar a průběh vysvětlují různé teorie, jednou z nich je právě teorie preference likvidity. Samotné křivky se konstruují pro dluhopisy, které mají, samozřejmě kromě doby do splatnosti, naprosto identické vlastnosti. Prémie za likviditu odráží riziko, že investor nenajde kupujícího při odprodeji dluhopisu, nebo riziko, že budou muset prodávat s vysokým diskontem oproti tržní ceně. Logicky tak budou požadovat vyšší prémii za likviditu od emitentů s nulovou emisní historií, u emisí, kterým pokleslo ratingové ohodnocení, nebo u málo obchodovaných emisí.

Poslední složkou rovnice pro stanovení nominální úrokové sazby je prémie za riziko. To má dvě složky, a sice specifické a systematické riziko. Systematické riziko je rizikem tržním, je zapříčiněno a ovlivňováno ekonomikou jako celkem a emitent nemá tedy reálnou šanci jej jakkoliv ovlivnit. Specifické riziko je individuální riziko znamenající pro investora nebezpečí, že emitent bude nesolventní a nedostojí svým závazkům. Toto riziko je zvyšováno různými příčinami, například nekompetentností managementu, vysokým podílem fixních nákladů a neschopností je pokrýt svými tržbami aj. Je třeba říci, že pokud jsou dluhopisy nezajištěné, a to je většina případů, nese toto specifické riziko investor sám. Toto riziko se dá v případě zájmu zajistit, a to například aktivy emitenta. Pro emitenta toto zajištění přispívá k větší prodejnosti emise a snížení nákladů

financování (pokles kreditního rizika), naopak klesne flexibilita pro emitenta (menší operační prostor) a nutně musí nést případné náklady zajištění.

Významnou úlohu při posuzování rizikovosti emisí a informování investorské veřejnosti o ní sehrávají ratingové agentury. Svým ratingem (hodnocením) a zařazením do klasifikace sdělovaly investorům, jaké riziko ta která emise přináší a investoři se i podle toho mohli rozhodovat o požadovaném výnosu z dané investice. Bohužel se ukázalo, že tyto renomované společnosti v posledních letech při udělování ratingů investičním nástrojům nebyly, v lepším případě, zřejmě vždy dostatečně důsledné, a přispěly tak k propuknutí finanční krize a krize důvěry v kapitálové trhy. Náprava i v oblasti jejich působení bude nutná k znovunastolení důvěry investorské veřejnosti v kapitálové trhy a například Evropská unie už v tomto směru jedná. Již v listopadu byl představen balíček opatření, která budou muset ratingové společnosti působící v rámci vnitřního trhu nově splňovat. Nově tedy například bude pravidelně hodnocena míra, v níž se predikce těchto agentur plní a dle toho budou také hodnoceny.

4.2 Stav segmentu veřejných emisí dluhopisů

Zásadní problém českého kapitálového trhu, kterým je nedostatečná likvidita (viz. kapitola týkající se analýzy kapitálového trhu), se na trhu dluhopisů projevuje přeci jen v o poznání menším měřítku nežli v případě akciového trhu. V rámci BCPP je obchodováno asi 120 dluhopisových emisí, z toho 38 na Hlavním trhu. V RM-Systému je obchodováno 34 emisí dluhopisů.

Co se týče efektivity trhu (v úvahu nyní beru BCPP jako nejvýznamnější český trh), ta je dána především podílem kurzotvorných obchodů na celkovém objemu obchodů na daném trhu. Právě v případě BCPP jsou tyto kurzotvorné cenné papíry zařazeny do 3. obchodní skupiny a jsou obchodovány v systému SPAD. Ze souhrnné statistiky za rok 2007 se dá zjistit, že zatímco u akcií pro srovnání je podíl kurzotvorných obchodů na celkovém objemu obchodů asi 95 %, u dluhopisů je tento poměr pouhých 0,02 %. Dá se tedy říci, že zatímco akciový trh má větší problémy s přetrvávající nízkou likviditou, tak oproti tomu dluhopisový trh je silně neefektivní…

ZÁVĚR

Cílem této práce bylo seznámit její čtenáře, mezi nimi především podnikatelské subjekty, s novými způsoby financování podniků. Tyto zdroje mohou být zajímavou příležitostí pro podnikatele především v případech, kdy se jim, pro české podnikatelské prostředí, klasické formy financování stávají nedosažitelnými. Jak už jsem v úvodu poznamenal, o této skupině zdrojů financování je k dispozici poměrně malé množství informací, a to jak teoretických, tak i faktických a statistických. Tento fakt plně koresponduje s označením, jež se pro financování prostřednictvím *Private Equity* a *veřejných emisí akcií a dluhopisů* často používá, a to tzv. *alternativní zdroje financování*.

Pojítkem všech těchto tří způsobů financování podniků je *kapitálový trh*, v jehož rámci probíhá přesun středně-a dlouhodobých finančních instrumentů mezi přebytkovými a deficitními ekonomickými subjekty. Pokud kapitálový trh nefunguje efektivně, je silně omezen potenciál související s využitím všech těchto tří zdrojů financování podniků. Úroveň vyspělosti, efektivity kapitálového trhu popisují dvě jeho základní charakteristiky, kterými jsou míra segmentace a míra likvidity trhu. V ideálním případě má kapitálový trh vysokou likviditu a naopak nízkou míru segmentace a plní tak svůj zásadní účel – přispívat k růstu dynamiky ekonomického rozvoje. *Český kapitálový trh* však zatím bohužel obě tyto podmínky nesplňuje. Zatímco se dá říci, že míra segmentace je na českém kapitálovém trhu poměrně nízká a trh je tedy v zásadě integrovaný, problémem zůstává *nízká likvidita*. Ta je zapříčiněna především malým počtem kótovaných titulů. V současné *celosvětové hospodářské recesi* nelze objektivně sledovat žádné proměnné ani charakteristiky kapitálového trhu, neboť celý systém trpí nedostatkem důvěry. Dlouhodobě nyní nelze vysledovat žádné trendy, většina investorů spekuluje pouze na krátkodobé změny kurzů jednotlivých emisí. Bude zřejmě trvat minimálně několik měsíců, než se trhy uklidní a bude možno provádět systémové změny, které by vedly k posunu českého kapitálového trhu směrem ke skupině *vyspělých trhů*.

Private Equity je sektor v České Republice stále ještě mladý a nelze tedy očekávat, že tu bude mít vytvořeny vynikající podmínky. Nicméně existuje několik faktorů, které jeho rozvoji již od

počátku významným způsobem brání. Vezmu-li pojem, kterým se v českém překladu nejčastěji vyjadřuje, a to *rizikový a rozvojový kapitál*, lze s úspěchem předpokládat, že se mnoho nezasvěcených podnikatelů s převažujícím negativním postojem k riziku zalekne. Zde je vidět, že ne vždy je moudré překládat odborné termíny z cizích jazyků do jazyka českého. Navíc je třeba říci, že tento termín ani nevystihuje podstatu termínu Private Equity, neboť označuje pouze jeden z typů financování Private Equity vhodný jen pro podniky v určité fázi životního cyklu. Nejlepším řešením by tedy bylo dle mého názoru daný termín nepřekládat a používat ho tak, jak ho zná celý obchodní svět. Překážkami rozvoje Private Equity, za jejichž existenci je zodpovědný veřejný sektor, jsou především *pravidla nízké kapitalizace*, spočívající v daňové neuznatelnosti některých úroků z úvěrů a půjček z hlediska daně z příjmů právnických osob, a zákaz či omezení *finanční asistence*, jíž se rozumí poskytování finančních prostředků (půjček, úvěrů a záloh) obchodními společnostmi za účelem nabytí jejich vlastních akcií nebo obchodních podílů. Vedle toho je třeba usnadnit získávání finančních prostředků pro účely Private Equity financování, především zákonně umožnit některým institucionálním investorům (mezi nimi například penzijním fondům), investovat část jejich rozsáhlých prostředků do rizikovějších skupin aktiv, mezi které patří i Private Equity. Posledním ze skupiny opatření je obecné zkvalitňování podmínek a liberalizace podnikatelského prostředí, konkrétně například snižování daňové a administrativní zátěže, zpřehlednění právního rámce podnikání a usnadnění přístupu k financování podnikům ve všech stadiích životního cyklu.

Jestliže jsem zmínil největší nedostatek českého kapitálového trhu, kterým je nízká likvidita, platí to hlavně o *trhu akciovém*, konkrétně primárním akciovém trhu. *Nedostatek nových emisí* akcií se odráží i v menším objemu obchodů v absolutním vyjádření. Tato myšlenka je podpořena například údaji o objemu zobchodovaných akcií na jednu kótovanou emisi, jehož výše se v případě BCPP pohybuje na úrovni nejvyspělejších akciových trhů. Příčinami pro nízký počet emisí akcií mohou být jednak obavy z nedostatku zájmu ze strany investorů, jednak i mylná představa, že objem emise se musí pohybovat v řádu miliard Kč. Vezmu-li ale pro srovnání v úvahu varšavskou burzu WSE, jež vykazuje mnohem vyšší počet emisí akcií na primárním trhu, průměrný objem emise se zde pohybuje dlouhodobě v řádech několika set milionů Kč. Ohledně obav z nedostatku likvidity emisí je třeba říci, že podmínky na polském kapitálovém trhu se od podmínek na českém kapitálovém trhu liší. Velký počet emisí na polském trhu je umožněn i díky likviditě získávané od polských penzijních fondů – vezmeme-li v úvahu prostý počet obyvatel ČR a Polska, je zřejmé, že polské penzijní fondy mají k dispozici nesrovnatelně větší finanční prostředky, které se pak mohou stát právě zdrojem likvidity na kapitálovém trhu.

Obdobná situace v otázce likvidity panuje v rámci českého kapitálového trhu na primárním *dluhopisovém trhu*. Ten se sice vyznačuje nesrovnatelně vyšším počtem kótovaných emisí nežli trh akciový, nicméně i zde přetrvává signifikantní nedostatek likvidity.

Výzvou pro odpovědné orgány státní, respektive veřejné správy, tak zůstává přenastavení celého penzijního systému tak, aby penzijní fondy měly větší množství disponibilních finančních prostředků, které by byly využitelné pro investování na kapitálovém trhu. Tyto kroky mohou být přijaty již nyní. Efekt by se projevil nejen na sekundárním akciovém a dluhopisovém trhu, ale i na trzích primárních, kde by téměř jistě povzbudil mnohé podnikatele k využití nových emisí jako zdrojů financování.

SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY

Knihy

[1] Brealey, R.A. – Myers, S.C.: *Teorie a praxe firemních financí.* 1. vyd.Victoria Publishing, Praha, 1992. 971 s. ISBN 80-85605-24-4.

[2] Dvořák, I. – Procházka, P.: *Rizikový a rozvojový kapitál. Venture Capital.* 1.vyd. Management Press, Praha, 1998. 169 s. ISBN 80-85943-74-3.

[3] Ježek, T.: *Peníze a trh.* 1. vyd. Portál, Praha, 2002. 148 s. ISBN 80-7178-685-3.

[4] Kohout, P. – Hlušek, M.: *Peníze, výnosy a rizika.* 2. rozš. vyd. Ekopress, Praha, 2002. 214 s. ISBN 80-86119-48-3.

[5] Koontz, H. – Weihrich, H.: *Management.* 10. vyd. Victoria Publishing, Praha, 1993. 659 s. ISBN 80-85605-45-7.

[6] Kovanicová, D. a kol.: *Finanční účetnictví. Světový koncept.* 4. vyd. Polygon, Praha, 2003. 524 s. ISBN 80-7273-090-8.

[7] Liška, V. – Gazda, J.: *IPO kmenové akcie a jejich primární emise.* 1. vyd. HZ Editio, Praha, 2001. 169 s. ISBN 80-86009-36-10.

[8] Nývltová, R. – Režňáková, M.: *Mezinárodní kapitálové trhy. Zdroj financování.* 1. vyd. Grada, Praha, 2007. 224 s. ISBN 978-80-247-1922-1.

[9] Pavlát, V. a kol.: *Kapitálové trhy.* 1. vyd. Professional Publishing, Praha, 2003. 296 s. ISBN 80-86419-33-9.

[10] Rejnuš, O.: *Teorie a praxe obchodování s cennými papíry.* 1. vyd. Computer Press, Praha, 2001. 272 s. ISBN 80-72265-71-7.

[11] Samuelson, P.A. – Nordhaus, W.D.: *Ekonomie.* 2. vyd. Nakladatelství Svoboda, Praha, 1995. 1011 s. ISBN 80-205-0494-X.

[12] Sharpe, W.F. – Alexander, G.J.: *Investice.* 4. vyd. Victoria Publishing, Praha, 1994. 810 s. ISBN 80-85605-47-3.

[13] Synek, M. – Sedláčková, H. – Vávrová, H.: *Jak psát bakalářské, diplomové, doktorské a jiné písemné práce.* 2. přepr. vyd. Nakladatelství Oeconomica, Vysoká škola ekonomická v Praze, Praha, 2007.66 s. ISBN 978-80-245-1212-9.

[14] Veselá, J.: *Burzy a burzovní obchody – výchozí texty ke studiu.* 1. vyd. Nakladatelství Oeconomica, Vysoká škola ekonomická v Praze, Praha, 2005. 190 s. ISBN 80-245-0939-3.

[15] Witzany, J.: *International Financial Markets.* 1. vyd. Nakladatelství Oeconomica, Vysoká škola ekonomická v Praze, Praha, 2007. 180 s. ISBN 978-80-245-1274-7.

Internetové zdroje

[1] Burza cenných papírů Praha, www.bcpp.cz

[2] BusinessCenter [online]: *Zákon č. 591/1992 Sb., o cenných papírech.* Dostupné z: http://business.center.cz/business/pravo/zakony/cenne-papiry/cast2h2.aspx

[3] BusinessInfo [online]: *Burza.* Dostupné z: http://www.businessinfo.cz/cz/clanek/financni-pruvodce-pro-msp/burza/1001177/20936/
[4] BVCA [online]: *A Guide to Private Equity.* Dostupné z: http://www.bvca.co.uk/
[5] CVCA, www.cvca.cz
[6] CVCA. Kursová, P.: *Penzijní fondy budou moci jít i do odvážnějších investic.* Dostupné z: <http://www.cvca.cz/cs/sys/novinky/Penzijni_fondy>
[7] CVCA [online]: *EVCA Yearbook 2007, extrakt.* Dostupné z: http://www.cvca.cz/miranda2/export/sites/www.cvca.cz/cs/sys/galerie-download/Czech_Republic_yearbook_2007_EVCA.pdf
[8] CVCA [online]: *Central and Eastern Europe Statistics. An EVCA Special Paper.* Dostupné z: http://www.cvca.cz/cs/ke-stazeni.html
[9] CVCA [online]: *Benchmarking European Tax and Legal Environments.* Dostupné z: http://www.cvca.cz/miranda2/export/sites/www.cvca.cz/cs/sys/galerie-download/FINAL-EVCA-BENCHMARK-2006.pdf
[10] CzechInvest, www.czechinvest.org
[11] CzechInvest [online]: *Operační program Podnikání a inovace.* Dostupné z: http://www.czechinvest.org/co-je-to-oppi
[12] Česká národní banka, www.cnb.cz
[13] ČNB [online]: *Zákon č. 190/2004 Sb., o dluhopisech.* Dostupné z: http://www.cnb.cz/m2export/sites/www.cnb.cz/cs/legislativa/leg_kapitalovy_trh/zakony/download/Zakon_190_2004.pdf
[14] ČSOB [online]: *Fondy rizikového kapitálu jsou výnosnější než akciové trhy.* Dostupné z: http://www.csob.cz/bankcz/cz/SME/Infoservis/Finance-dane/Pojisteni-a-investovani/
[15] EVCA [online]: *Guide on Private Equity and Venture Capital for Enterpreneurs. An EVCA Special Paper.* Dostupné z: http://www.evca.eu/uploadedFiles/Home/Toolbox/Introduction_Tutorial/EVCA_PEVCGUIDE.pdf
[16] EVCA [online]: *EVCA Public Policy Priorities. White Paper.* Dostupné z: http://www.evca.eu/uploadedFiles/white_paper(public_policy_priorities).pdf
[17] Federation of European Stock Exchanges, www.fese.be
[18] FINANCE [online]: *Zákon č. 190/2004 Sb., o dluhopisech.* Dostupné z: < http://www.finance.cz/kapitalovy-trh/zakony/o-dluhopisech/>
[19] FinCentrum, finance.idnes.cz
[20] IHned. Filip, V.: *Finanční asistence. Právní rádce.* Dostupné z: http://pravniradce.ihned.cz/c4-10077840-18321220-F00000_d-financni-asistence
[21] Ministerstvo průmyslu a obchodu ČR, www.mpo.cz
[22] MPO ČR [online]: *Rámcový program Konkurenceschopnost a inovace.* Dostupné z: http://www.mpo.cz/dokument38402.html
[23] OECD [online]: *Venture Capital and Innovation.* Dostupné z: http://www.oecd.org/dataoecd/35/59/2102064.pdf
[24] PortalGov [online]:*Zákon č. 586/1992, o dani z příjmů.* Dostupné z: <http://portal.gov.cz/wps/portal/_s.155/701/.cmd/ad/.c/313/.ce/10821/.p/8411/_s.155/701?PC_8411_number1=586/1992&PC_8411_p=25&PC_8411_l=586/1992&PC_8411_ps=50#10821>
[25] Profit. Čech, V.: *Nízká kapitalizace: znovu jiná pravidla?* Dostupné z: http://www.profit.cz/nizka-kapitalizace:-znovu-jina-pravidla-/29450.html
[26] SAGIT, www.sagit.cz
[27] StreetAuthority, www.streetauthority.com.

Ostatní zdroje

[1] Koblic, P.: *IPO na Burze cenných papírů Praha.* Prezentace na konferenci Zdroje financování podniku, Brno, 30. 5. 2007.

[2] Muehlhoferová, M.: *Primární emise akcií (IPO). Nástroj pro vstup na kapitálový trh.* Prezentace na konferenci Zdroje financování podniku, Brno, 30. 5. 2007.

[3] Dubecká, D.: *Finanční asistence v českém právu – blýská se na lepší časy?* Prezentace na konferenci Zdroje financování podniku, Brno, 30. 5. 2007.

[4] Nechvátal, P. (KBC Private Equity). Konzultace.

[5] Panak, I. (Business Angels Czech Republic). Konzultace.

[6] Slabý, J. Konzultace.

SEZNAM OBRÁZKŮ, TABULEK A OSTATNÍCH OBJEKTŮ

Seznam obrázků

Obrázek 1: Dezinvestice v UK za rok 2005 38
Obrázek 2: Hodnota uskutečněných projektů a počet projektů 40
Obrázek 3: Sektorové členění investic 41
Obrázek 4: Harmonogram IPO 54

Seznam tabulek

Tabulka 1: Počet kotovaných investičních instrumentů ke dni 10.12.2008 25
Tabulka 2: Počty akciových emisí na členských burzách FESE (k 31. 12. 2007) 27
Tabulka 3: Objem obchodů s akciovými emisemi na členských trzích FESE (za rok 2007, v mil. EUR) 28
Tabulka 4: Počty dluhopisových emisí na členských burzách FESE (k 31. 12. 2007) 29
Tabulka 5: Objem obchodů s dluhopisovými emisemi na členských trzích FESE (za rok 2007, v mil. EUR) 29

Seznamy ostatních objektů

Graf 1 22

Schéma 2: Struktura burzovních trhů BCPP 24
Schéma 3: Vliv stádia společnosti a její velikosti na typ financování pomocí Private Equity 33

Seznam příloh

Příloha 1: Členové BCPP 78
Příloha 2: Statistiky vývoje obchodů jednotlivými skupinami investičních instrumentů na BCPP 82
Příloha 3: Vývoj klíčového indexu PX 82

PŘÍLOHY

Příloha 1: Členové BCPP

ABN·AMRO	**4.2.1 ABN AMRO Bank N.V.** Jungmannova 745/24 11121 Praha 1 IČ: 47607921	tel.: 244 051 111 fax: 244 052 222 www.abnamro.cz	
ATLANTIK FT	**4.2.2 ATLANTIK finanční trhy, a.s.** Vinohradská 230 10000 Praha 10 IČ: 26218062	tel.: 225 010 242 fax: 225 010 221 atlantik@atlantik.cz www.atlantik.cz	
bh securities	**4.2.3 BH Securities a.s.** Na Příkopě 583/15 11000 Praha 1 IČ: 60192941	tel.: 255 710 710 fax: 255 710 770 bhs@bhs.cz www.bhs.cz	
BODY INTERNATIONAL BROKERS A.S.	**4.2.4 BODY INTERNATIONAL BROKERS a.s.** Senovážné náměstí 1465/7 11000 Praha 1 IČ: 47116927	tel.: 224 212 943 fax: 224 212 428 sekretariat@body-brokers.cz www.body-brokers.cz	
CAPITAL PARTNERS akciová společnost	**4.2.5 CAPITAL PARTNERS a.s.**	tel.: 224 816 093 fax: 224 814 216 info@capart.cz www.capart.cz	akcioná ř Burzy cenných papírů

	Dušní 22 11005 Praha 1 IČ: 60281308		Praha, a.s.
CYRRUS	**4.2.6 CYRRUS, a.s.** Veveří 111 (Platinium) 61600 Brno IČ: 63907020	tel.: 538 705 711 fax: 538 705 733 cyrrus@cyrrus.cz www.cyrrus.cz	
ČESKÁ SPOŘITELNA	**4.2.7 Česká spořitelna, a.s.** Olbrachtova 1929/62 14000 Praha 4 IČ: 45244782	tel.: 224 995 111 fax: 224 995 337 csas@csas.cz www.csas.cz	
ČESKOMORAVSKÁ ZÁRUČNÍ A ROZVOJOVÁ BANKA, a.s.	**4.2.8 Českomoravská záruční a rozvojová banka, a.s.** Jeruzalémská 964/4 11000 Praha 1 IČ: 44848943	tel.: 255 721 111 fax: 255 721 110 dealing@cmzrb.cz www.cmzrb.cz	
ČSOB	**4.2.9 Československá obchodní banka, a. s.** Radlická 333/150 15057 Praha 5 IČ: 00001350	tel.: 224 111 111 fax: info@csob.cz www.csob.cz	
Deutsche Bank	**4.2.10 Deutsche Bank Aktiengesellschaft Filiale Prag, organizacní složka** Jungmannova 34,	tel.: 221 191 355 fax: 224 098 260 www.db.com	

	11121 Praha 1 IČ: 60433566		
	**4.2.11 Fio, burzovní společnost, a.s.** V Celnici 1028/10 11721 Praha 1 IČ: 61858374	tel.: 234 621 206 fax: 224 237 544 fio@fio.cz www.fio.cz	akcionář Burzy cenných papírů Praha, a.s.
	**4.2.12 Global Brokers,a.s.** Českomoravská 12a, čp. 2255 19000 Praha 9 IČ: 61251208	tel.: 283 083 400 fax: 283 083 410 gb@globalbrokers.cz www.globalbrokers.cz	
	**4.2.13 ING Bank N.V.** Nádražní 344/25 15000 Praha 5 IČ: 49279866	tel.: 257 473 111 fax: 257 473 555 klient@ing.cz www.ing.cz	
	**4.2.14 J & T BANKA, a.s.** Pobřežní 297/14 18000 Praha 8 IČ: 47115378	tel.: 221 710 130 fax: 221 710 133 securities@jtbank.cz www.jtbank.cz	
	**4.2.15 Komerční banka, a.s.** Na Příkopě 33, čp.969 11407 Praha 1 IČ: 45317054	tel.: 222 008 251 fax: 222 008 678 info@kb.cz www.kb.cz	
	**4.2.16 LBBW Bank CZ a.s.** Vítězná 1/126	tel.: 224 406 290 fax: 224 218 291 info@lbbw.cz www.lbbw.cz	

	15000 Praha 5 IČ: 14893649		
PATRIA	**4.2.17 Patria Finance, a.s.** Jungmannova 24 11000 Praha 1 IČ: 60197226	tel.: 221 424 111 fax: 221 424 222 info@patria.cz www.patria-finance.cz	
PPF Banka	**4.2.18 PPF banka a.s.** Evropská 2690/17 16041 Praha 6 IČ: 47116129	tel.: 224 175 888 fax: 224 175 980 info@ppfbanka.cz www.ppfbanka.cz	
Raiffeisen BANK Lepší služby každý den	**4.2.19 Raiffeisenbank a.s.** Hvězdova 1716/2b 14078 Praha 4 IČ: 49240901	tel.: 221 141 111 fax: 221 142 111 info@rb.cz www.rb.cz	
UniCredit Bank	**4.2.20 UniCredit Bank Czech Republic a.s.** Na Příkopě 858/20 11380 Praha 1 IČ: 64948242	tel.: 221 112 111 fax: 221 112 132 info@unicreditgroup.cz www.unicreditbank.cz	
WOOD	**4.2.21 WOOD & Company Financial Services, a.s.** Náměstí Rebubliky 1079/1a 11000 Praha 1 (Palladium) IČ: 26503808	tel.: 222 096 111 fax: 222 096 222 wood@wood.cz www.wood.cz	

Zdroj: BCPP

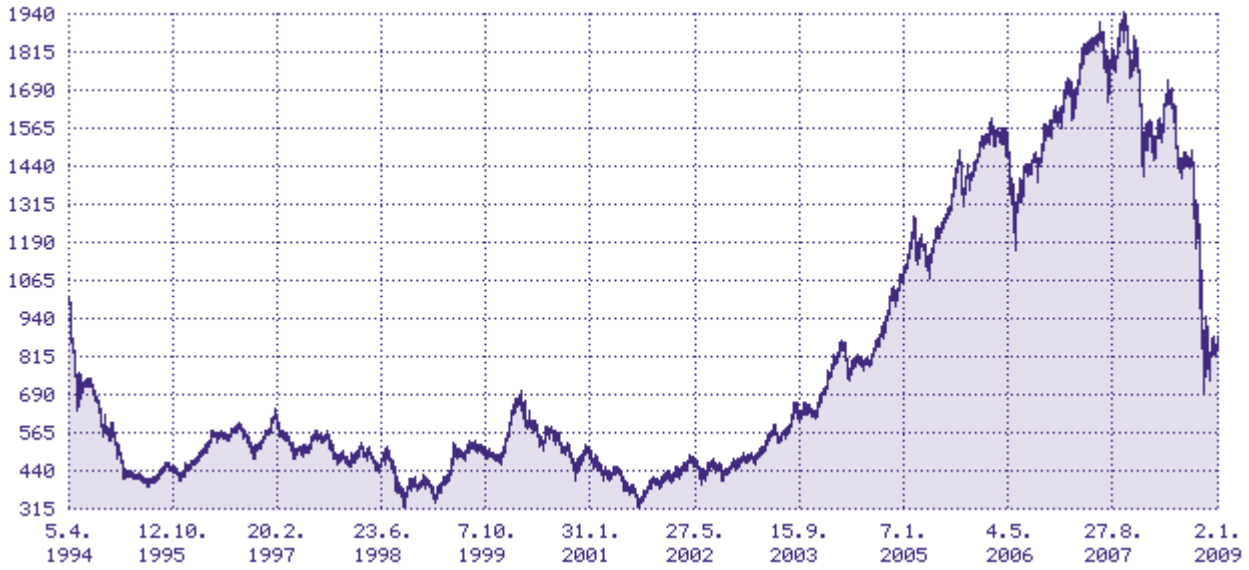
Příloha 2: Statistiky vývoje obchodů jednotlivými skupinami investičních instrumentů na BCPP

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Počet burzovních dnů / Number of Trading Sessions	249	250	250	251	252	253	251	250
TRH AKCIÍ A PODÍLOVÝCH LISTŮ / MARKET OF SHARES AND UNITS								
Objemy obchodů / Trade Value								
Celkový objem obchodů (mld. Kč) / Total Trade Value (CZKbn)	264,15	128,80	197,40	257,44	479,66	1 041,17	848,90	1 013,02
Z toho: / Of which: Hlavní trh / Main Market	213,72	109,83	174,68	231,95	440,57	1 004,61	829,91	1 003,62
Vedlejší trh / Secondary Market *)	45,85	14,23	6,60	6,16	9,76	0,92	0,51	0,00
Volný trh / Free Market	4,58	4,75	16,12	19,33	29,33	35,65	18,47	9,40
Průměrný denní objem (mil. Kč) / Average Daily Trade Value (CZKm)	1 060,82	515,20	789,59	1 025,67	1 903,42	4 115,31	3 382,05	4 052,08
Z toho: / Of which: Hlavní + vedlejší trh / Main + Secondary Markets	1 042,43	496,21	725,12	948,66	1 787,03	3 974,40	3 308,45	4 014,47
Volný trh / Free Market	18,40	18,98	64,47	77,00	116,39	140,91	73,60	37,61
Počet zobchodovaných akcií a PL / Trade Volume								
Celkem (mil. ks) / Total (mil. pieces)	822,91	546,54	804,11	830,77	1 179,11	1 764,88	1 072,10	983,92
Z toho: / Of which: Hlavní trh / Main Market	746,22	516,46	781,25	807,64	1 155,43	1 761,36	1 070,22	982,63
Vedlejší trh / Secondary Market *)	71,33	27,77	20,19	21,49	21,72	0,79	0,36	0,01
Volný trh / Free Market	5,36	2,32	2,67	1,64	1,95	2,73	1,52	1,28
Tržní kapitalizace k 31. 12. / Market Capitalization at Dec. 31								
Celkem (mld. Kč) / Total (CZKbn)	442,89	340,25	478,04	644,48	975,77	1 330,81	1 592,00	1 841,68
Z toho: / Of which: Hlavní trh / Main Market	258,04	220,43	338,95	475,03	778,34	1 207,87	1 520,22	1 819,44
Vedlejší trh / Secondary Market *)	118,86	76,33	90,74	114,13	137,64	81,10	44,09	–
Volný trh / Free Market	65,99	43,49	48,35	55,33	59,80	41,85	27,69	22,24
Počty emisí k 31. 12. / Number of Issues at Dec. 31								
Celkem / Total	151	102	79	65	55	39	32	32
Z toho: / Of which: Hlavní trh / Main Market	5	5	5	5	6	8	10	21
Vedlejší trh / Secondary Market *)	60	48	41	34	29	19	11	–
Volný trh / Free Market	86	49	33	26	20	12	11	11
Indexy k 31. 12. / Indices at Dec. 31								
PX	478,5	394,6	460,7	659,1	1 032,0	1 473,0	1 588,9	1 815,1
PX-GLOB	570,6	492,9	576,8	816,9	1 232,7	1 811,3	1 987,4	2 268,4
TRH DLUHOPISŮ / MARKET OF BONDS								
Objemy obchodů / Trade Value								
Celkový objem obchodů (mld. Kč) / Total Trade Value (CZKbn)	958,69	1 858,38	1 595,67	1 110,10	692,48	533,24	598,92	508,86
Z toho: / Of which: Hlavní trh / Main Market	732,22	1 641,88	1 453,04	1 027,16	610,59	484,20	543,80	441,22
Vedlejší trh / Secondary Market *)	19,18	91,74	65,64	53,15	43,70	14,83	11,81	4,39
Volný trh / Free Market	207,28	124,76	77,00	29,79	38,19	34,21	43,30	63,25
Počty emisí k 31. 12. / Number of Issues at Dec. 31								
Celkem / Total	94	84	74	81	79	96	110	132
Z toho: / Of which: Hlavní trh / Main Market	30	28	20	27	24	27	28	41
Vedlejší trh / Secondary Market *)	11	14	18	20	20	15	15	–
Volný trh / Free Market	53	42	36	34	35	54	67	91

*) K 1. 7. 2007 došlo ke sloučení hlavního a vedlejšího trhu / The merger of the main and the secondary markets was taken effect on 1 July, 2007

Zdroj: BCPP

Příloha 3: Vývoj klíčového indexu PX



Zdroj: BCPP